

21世纪全国高等院校财经管理系列实用规划教材

国际金融

宋树民　张　岩　主编

- 融入国际金融最新变化
- 与我国基本国情相结合
- 培养学生解决问题能力







21 世纪全国高等院校财经管理系列实用规划教材

国 际 金 融

主　编　宋树民　张　岩
副主编　王　芳
参　编　范旭君

北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内 容 简 介

本书兼顾国际金融理论与国际金融实务两方面内容，紧密追踪国际金融市场的发展，力求将国际金融理论、政策与实务相结合，引导学生用所学理论来解释现实问题。全书共11章，分别是国际收支、外汇与外汇汇率、外汇交易和汇率折算、外汇风险管理、外汇管制与我国的外汇管理、国际储备、国际金融市场、国际资本流动与国际金融危机、国际货币体系、国际金融机构、金融全球化和国际金融合作与协调。本书各章既提供了导入案例和案例分析等内容，又提供了大量相关的阅读材料，同时在每章末都设置了各类练习题供学生课后强化学习，培养学生独立分析与解决问题的能力。

本书可供应用型本科院校经济与管理类专业师生使用，也适合金融从业人员及自学者参考使用。

图书在版编目(CIP)数据

国际金融/宋树民，张岩主编. —北京：北京大学出版社，2013.10

(21世纪全国高等院校财经管理系列实用规划教材)

ISBN 978-7-301-23351-6

Ⅰ. ①国… Ⅱ. ①宋…②张… Ⅲ. ①金融—高等学校—教材 Ⅳ. ①C53

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第192053号

书　　名：国际金融

著作责任者：宋树民　张　岩　主编

策 划 编 辑：李　虎

责 任 编 辑：王显超

标 准 书 号：ISBN 978-7-301-23351-6/F・0356

出 版 发 行：北京大学出版社

地　　址：北京市海淀区成府路205号　100871

网　　址：http://www.pup.cn　新浪官方微博：@北京大学出版社

电 子 信 箱：pup_6@163.com

电　　话：邮购部 62752015　发行部 62750672　编辑部 62750667　出版部 62754962

印　刷　者：

经　销　者：新华书店

787毫米×1092毫米　16开本　24.5印张　564千字

2013年10月第1版　2013年10月第1次印刷

定　　价：48.00元

丛 书 序

我国越来越多的高等院校设置了经济管理类学科专业，这是一个包括经济学、管理科学与工程、工商管理、公共管理、农业经济管理、图书档案学 6 个二级学科门类和 22 个专业的庞大学科体系。2006 年教育部的数据表明，在全国普通高校中，经济类专业布点 1518 个，管理类专业布点 4328 个。其中除少量院校设置的经济管理专业偏重理论教学外，绝大部分属于应用型专业。经济管理类应用型专业主要着眼于培养社会主义国民经济发展所需要的德智体全面发展的高素质专门人才，要求既具有比较扎实的理论功底和良好的发展后劲，又具有较强的职业技能，并且又要求具有较好的创新精神和实践能力。

在当前开拓新型工业化道路，推进全面小康社会建设的新时期，进一步加强经济管理人才的培养，注重经济理论的系统化学习，特别是现代财经管理理论的学习，提高学生的专业理论素质和应用实践能力，培养出一大批高水平、高素质的经济管理人才，越来越成为提升我国经济竞争力、保证国民经济持续健康发展的重要前提。这就要求高等财经教育要更加注重依据国内外社会经济条件的变化，适时变革和调整教育目标和教学内容；要求经济管理学科专业更加注重应用、注重实践、注重规范、注重国际交流；要求经济管理学科专业与其他学科专业相互交融与协调发展；要求高等财经教育培养的人才具有更加丰富的社会知识和较强的人文素质及创新精神。要完成上述任务，各所高等院校需要进行深入的教学改革和创新，特别是要搞好有较高质量的教材的编写和创新工作。

出版社的领导和编辑通过对国内大学经济管理学科教材实际情况的调研，在与众多专家学者讨论的基础上，决定编写和出版一套面向经济管理学科专业的应用型系列教材，这是一项有利于促进高校教学改革发展的重要措施。

本系列教材是按照高等学校经济类和管理类学科本科专业规范、培养方案，以及课程教学大纲的要求，合理定位，由长期在教学第一线从事教学工作的教师编写，立足于 21 世纪经济管理类学科发展的需要，深入分析经济管理类专业本科学生现状及存在的问题，探索经济管理类专业本科学生综合素质培养的途径，以科学性、先进性、系统性和实用性为目标，其编写的特色主要体现在以下几个方面：

（1）关注经济管理学科发展的大背景，拓宽理论基础和专业知识，着眼于增强教学内容与实际的联系和应用性，突出创造能力和创新意识。

（2）体系完整、严密。系列涵盖经济类、管理类相关专业以及与经管相关的部分法律类课程，并把握相关课程之间的关系，整个系列丛书形成一套完整、严密的知识结构体系。

（3）内容新颖。借鉴国外最新的教材，融会当前有关经济管理学科的最新理论和实践经验，用最新知识充实教材内容。

（4）合作交流的成果。本系列教材是由全国上百所高校教师共同编写而成，在相互进行学术交流、经验借鉴、取长补短、集思广益的基础上，形成编写大纲。最终融合了各地特点，具有较强的适应性。

（5）案例教学。教材具备大量案例研究分析内容，让学生在学习过程中理论联系实际，特别列举了我国经济管理工作中的大量实际案例，这可大大增强学生的实际操作能力。

（6）注重能力培养。力求做到不断强化自我学习能力、思维能力、创造性解决问题的能力以及不断自我更新知识的能力，促进学生向着富有鲜明个性的方向发展。

作为高要求，财经管理类教材应在基本理论上做到以马克思主义为指导，结合我国财经工作的新实践，充分汲取中华民族优秀文化和西方科学管理思想，形成具有中国特色的创新教材。这一目标不可能一蹴而就，需要作者通过长期艰苦的学术劳动和不断地进行教材内容的更新才能达成。我希望这一系列教材的编写，将是我国拥有较高质量的高校财经管理学科应用型教材建设工程的新尝试和新起点。

我要感谢参加本系列教材编写和审稿的各位老师所付出的大量卓有成效的辛勤劳动。由于编写时间紧、相互协调难度大等原因，本系列教材肯定还存在一些不足和错漏。我相信，在各位老师的关心和帮助下，本系列教材一定能不断地改进和完善，并在我国大学经济管理类学科专业的教学改革和课程体系建设中起到应有的促进作用。

刘诗白

2007 年 8 月

刘诗白 现任西南财经大学名誉校长、教授，博士生导师，四川省社会科学联合会主席，《经济学家》杂志主编，全国高等财经院校资本论研究会会长，学术团体“新知研究院”院长。

前　言

我国于 2001 年 11 月正式加入 WTO，国内经济在深度和广度两个方面更快地融入开放条件下的世界经济体系。尤其是经过近十年的高速增长，相伴而生的是国际贸易顺差持续加大，人民币升值愈演愈烈，国际金融资本跨境流动的特征和路径分析成为关注焦点。在这样的经济全球化背景下，依托国际金融事务操作的国际贸易成为经济新的增长点，由此为国际金融从业者和学者提供了发展与创新空间。

国际金融研究的是国际间的货币金融关系，也就是国际范围内货币金融活动和国际间货币与借贷资本运动的规律。它所要研究的主要问题有国际收支、外汇市场、汇率、国际储备、国际金融市场、国际资本流动、国际货币制度、国际金融机构及金融全球化等。

20 世纪 80 年代以来，在国际金融领域发生了许多重大而深刻的变化，主要国家货币的汇率变动频繁，货币危机时有发生，美元的国际主导货币地位有所削弱，欧元的诞生意味着国际储备货币多元化的局面已经形成。近十多年来，随着主要国家放松金融管制和电子信息技术的发展，国际金融市场全球一体化的程度不断提高，金融创新层出不穷，金融衍生品交易迅速发展，使得国际金融交易的风险大大提高。形成以上变化的原因是很复杂的，新的形势要求我们加强对国际金融基本理论和实务的学习与研究。

本书就是为适应这一要求而设计编写的，力求做到深入浅出、通俗易懂。同时，将现代国际金融运作与我国基本国情相结合、理论性与实践性相结合，做到知识性与可操作性相结合、方法手段与运作技巧相结合。

本书的讲授必须动态地配合近年来国际金融领域发生的重大事件，以突出国际金融教学中调研分析的特色，培养学生分析解决实际问题的能力。这是编者多年来从事国际金融教学的经验总结。

本书由宋树民、张岩担任主编，王芳担任副主编。具体分工如下：宋树民编写第 1～6 章，张岩编写第 7 章和第 9 章，王芳编写第 8 章和第 10 章，范旭君编写第 11 章，宋树民负责对全书进行修改并统纂。

在撰写本书的过程中，编者借鉴、吸收了国内外专家学者的研究成果及著作，并得到了出版单位的大力支持和帮助，在此一并致谢。

本书是编者在多年研究和教学实践的基础上编写而成的，虽然几经修改，但因水平有限，自觉仍有不少缺憾，同时也坚定了继续努力的决心。而那些编者未能发现的疏漏之处，则敬请同行和广大读者批评指正。

编　者

2013 年 5 月

目 录

第1章 国际收支

教学目标

通过本章的学习，掌握狭义和广义国际收支的概念，掌握国际收支平衡表的记账方法，了解国际收支平衡表的分析方法，重点掌握国际收支平衡表的各项内容以及国际收支不平衡的原因及其影响，熟悉国际收支失衡的调节机制，了解和掌握西方主要的国际收支调节的理论。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际收支	重点掌握国际收支的概念，理解居民和非居民的界定	(1) 狭义和广义国际收支概念 (2) 居民和非居民的概念
国际收支平衡表	重点掌握国际收支平衡表的内容及编制原则	(1) 国际收支平衡表的概念 (2) 国际收支平衡表的编制原理与记账方法 (3) 国际收支平衡表的主要内容 (4) 国际收支平衡表的分析
国际收支的平衡与失衡	理解国际收支的平衡与失衡	(1) 国际收支平衡 (2) 国际收支不平衡的原因 (3) 国际收支不平衡的影响
国际收支的调节	重点掌握国际收支失衡的几种调节机制	(1) 国际收支失衡的自动调节机制 (2) 国际收支失衡的政策调节机制 (3) 国际收支失衡的国际调节机制 (4) 内外均衡的矛盾及政策搭配调节
西方国际收支理论	了解西方国际收支理论	(1) 价格-铸币流动机制 (2) 弹性分析理论 (3) 吸收分析理论 (4) 货币分析理论
我国的国际收支	了解我国的国际收支状况	(1) 我国国际收支概述 (2) 我国国际收支的特点 (3) 我国的国际收支政策

导入案例

位于美国费城的Allen公司是一家生产发电、除尘和除渣设备的企业，由于生产技术先进、产品质量精良，在国际市场享有一定的知名度。公司除向欧洲市场出口设备外，随着20世纪80～90年代亚洲及拉美一些国家和地区因经济结构调整对电力需求的增加，Allen公司也向这些国家和地区大量出口设备，且对这些国家和地区的出口额占其出口总额的60%。1997年，该公司人事调整后，新上任的销售部经理仍沿袭老路，继续开拓上述市场的销售渠道。但由于这些国家和地区在亚洲金融危机的冲击下，元气尚未恢复，外汇紧缺，无力进口设备，因此，连续几年Allen公司的出口业绩不佳，合同订单急剧下降。Allen公司首席执行官佩斯召开部门经理会议商讨对策。会上新上任的调研开发部经理提出，根据他对各国国际收支状况的研究，近年来中国的国际收支连年顺差，外汇储备剧增，同时中国的第十个五年计划已经启动，西部大开发计划开始实施，急需扩大电力生产，因此公司应把市场开拓的重点放在中国，尽快制定向中国销售的具体策略。首席执行官采纳了调研开发部的意见，确定了中国为主攻市场，责令销售部制定具体的实施方案并加以落实。在销售部的运作下，该公司与中国苏州、石家庄、嘉兴等地的电厂连续签订了金额较大的合同，销售猛增并超过历史最高水平。

(资料来源：刘舒年，温晓芳．国际金融[M]．北京：对外经济贸易大学出版社，2010.)

基本概念

国际收支　国际收支平衡表　错误与遗漏　国际收支失衡　国际收支顺差　国际收支逆差　自主性交易　调节性交易　支出增减政策　支出转换政策　经常项目差额　资本和金融项目差额　综合项目差额　总差额　外汇缓冲政策　财政货币政策　汇率政策　直接管制政策　价格-铸币流动机制　弹性分析理论　吸收分析理论　货币分析理论　马歇尔-勒纳条件　J曲线效应　丁伯根法则　米德冲突

1.1　国际收支与国际收支平衡表

1.1.1　国际收支

1. 国际收支的概念

国际收支(Balance of Payment，BOP)的概念是随着国际经济交易的发展变化而变化的。经历了从狭义的国际收支到广义的国际收支的演变发展过程。

从重商主义盛行时期到第一次世界大战(以下简称一战)以前，国际收支指的是贸易收支。一战以后，由于金本位制度的崩溃和国际信用制度的不断完善，凡涉及外汇收入和支出的国际经济交易都被纳入国际收支范围之内。因此，这时的国际收支概念是指一国在一定时期内(通常为1年)，同其他国家为清算到期的债权债务所发生的外汇收支的总和，即狭义的国际收支。它强调到期立即结清和以现金支付。因为某些国际借贷的债权债务关系虽已产生，但因国际信用的存在，使到期结清的时日可以延缓，在未到期前无须办理结清收付，对一国的国际收支不会产生实际影响。按此理论，对未到期的债权债务则不应计入该年度的国际收支范围之内。

第二次世界大战(以下简称二战)后，国际经济交往的内涵、外延有了新的发展，没有外汇收支的易货贸易、无偿援助、补偿贸易等成为国际经济交往中的重要组成部分，侨汇、

旅游、运输、保险等非贸易收支也越发重要，各国间的资本流动也日益频繁。因此，狭义的国际收支概念已不能反映国际经济交往的全部内容，国际收支的概念由狭义发展到广义。根据国际货币基金组织(International Monetary Fund，IMF)的定义，广义的国际收支，是一定时期内一国居民(resident)与非居民(non-resident)之间的全部经济交易的系统记录。这种交易不管有无现金交易，有无对等偿付，均包括在一国一定时期的国际收支的范畴之内。

2. 对国际收支概念的几点说明

对于国际收支的概念，必须从以下几个方面加以理解。

(1) 国际收支是一个流量概念。它与一定的报告期相对应，这一报告期可以是一年，也可以是半年或一个季度、一个月。但通常以一年为报告期。

需要注意的是，容易与国际收支混淆的一个概念是国际借贷，两者既相互联系又相互区别。

两者的区别表现在：

① 国际收支是一定时期内一国居民与非居民之间的全部经济交易的系统记录，反映的是货币收支的综合状况；国际借贷是指一国在一定时点上对外债权与对外债务的汇总，反映的是债权债务的综合状况。

② 国际收支反映的是一定时期的流量，是个动态的概念；国际借贷反映的是一定日期的存量，是个静态的概念。

③ 国际收支的范围比国际借贷的范围大(如对外捐赠属国际收支范畴，但并未体现国际借贷关系)。

国际收支和国际借贷的联系如下：

国际借贷是因，国际收支是果。它们之间是一对因果关系。一般来说，国际间债权债务关系发生后，必然会在其国际收支平衡表上有所反映。但有时国际收支又会反作用于国际借贷，即国际收支的某些变化会引起国际借贷活动的展开。因此，两者之间相辅相成、互为因果。

(2) 国际收支强调的是“居民与非居民的交易”，而不是单纯的“资金收付”，所以国际收支≠外汇收支。国际收支既包括直接以外汇资金收付实现的交易，也包括没有外汇资金收付而只是以货币表示的资产转移。外汇收支则是另一个统一口径，其中既包括居民与非居民之间的外汇交易，也包括居民之间及非居民之间的外汇交易。由此可见，国际收支与外汇收支两大范畴虽然有极大的交叉，但并不完全一致。

居民与非居民的概念、划分的标准与内容如下：

① 所谓居民是指在一国(或地区)居住或营业的自然人或法人；在一国(或地区)以外居住或营业的自然人或法人即为非居民。

② 身在国外而不代表政府的任何人，逗留时间在一年以及一年以上的，属于所在国的居民。

③ 法人组织是其注册国(或地区)的居民。

④ 一国的外交使节、驻外军事人员，属派出国居民。

⑤ 国际机构，如联合国、国际货币基金组织、世界银行集团等不是任何国家的居民，而是所有国家的非居民。

⑥ 居民和非居民由政府、个人、非营利团体和企业构成。

(3) 国际收支所反映的内容是经济交易。说明国际收支概念不再以支付为基础，而是以交易为基础。所谓经济交易是指经济价值从一个经济单位向另一个经济单位的转移，可划分为 4 类：

① 交换，包括商品、服务与商品、服务之间的交换，金融资产与商品、服务之间的交换，金融资产与金融资产之间的交换。

② 转移，包括商品、服务的无偿转移和金融资产的无偿转移。

③ 移居，指一个人把住所从一个经济体搬迁到另一个经济体而导致的对外资产、债务关系的变化。

(4) 其他交易，如在某些情况下可以根据推论确定交易的存在，尽管并没有发生实际流动，但也需记录在一国的国际收支中。

1.1.2 国际收支平衡表

1. 国际收支平衡表的概念

国际收支平衡表(Balance of Payment Statement)，也称国际收支差额表，是指按照一定的编制原则和格式，将一国一定时期国际收支的不同项目进行排列组合，进行对比，以反映和说明该国的国际收支状况的表式。是在一定时期内(通常为 1 年)一国与其他国家间所发生的国际收支按项目分类统计的一览表，它集中反映了该国国际收支的具体构成和总貌。各国编制国际收支平衡表的主要目的是全面了解本国的涉外经济关系，并以此进行经济分析，制定合理的对外经济政策。

2. 国际收支平衡表的编制原理与记账方法

1) 编制原理与记账方法

国际收支平衡表是按照现代会计学的复式簿记原理编制的，也即以借、贷作为符号，任何一笔交易的发生，必然涉及借方(debit)和贷方(credit)两个方面，即有借必有贷，借贷必相等，因此任何一笔交易都要以同一数额记两次，一次记在借方，一次记在贷方。贷方交易记作正号(＋)，借方交易记做负号(－)。

根据复式记账法的惯例，无论对实际资源还是金融资产，借方表示该经济体资产(资源)持有量的增加，贷方表示资产(资源)持有量的减少。

因此，记入借方的项目包括：①反映进口实际资源的经常项目(current account)；②反映资产增加或负债减少的资本和金融项目(capital and financial account)。记入贷方的项目包括：①反映出口实际资源的经常账户；②反映资产减少或负债增加的资本和金融项目。

从外汇增减变化的角度而言，有两个法则：①凡引起本国外汇收入的交易记入贷方，凡引起本国外汇支出的交易记入借方；②凡形成本国外汇供给的交易记入借方，凡形成本国外汇需求的交易记入借方。

具体而言，记入贷方的交易包括：商品与劳务的出口；来自外国居民的单方面转让；资本流入。资本流入可以有两种形式，即该国对外资产的减少或该国对外负债的增加(外国在该国的资产的增加)。前者为本国居民持有的国外货币、国外证券、在国外存款和直接投资的减少；后者为外国居民持有的本国货币、本国证券、在本国存款和直接投资的增加。

记入借方的交易包括：商品和劳务进口；对外国居民的单方面转移；资本流出。资本流出也可分为两种形式，即该国对外资产的增加或该国对外负债的减少(外国在该国的资产的减少)。

2) 国际收支记账方法举例

下面以美国为例，列举7笔交易，来说明国际收支的记账方法。

(1) 英国商人从美国购买价值为30万美元的机器设备，付款方式是从英国银行提出美元存款支付货款。

借方：英国商人美元存款减少，也就是美国私人对外短期负债减少，应记入借方的其他投资(other investment)项目中。

贷方：美国商品出口，应记录在贷方的货物(goods)项目中。

(2) 美国公司向中国购买40万美元的纺织品，用纽约银行的美元支票付款。

借方：美国商品进口，应记录在借方的货物项目中。

贷方：中国在纽约银行的美元存款增加，意味着美国私人对外短期负债增加，应记录在贷方的其他投资项目中。

(3) 日本人在美国旅游。支付了20万美元的费用，旅游者所需美元是在美国银行存款账户中扣除。

借方：日本在美国的美元资产减少，意味着美国对日本的负债减少，应记录在借方的其他投资项目中。

贷方：美国为外国居民提供服务，为服务输出，应记录在贷方服务(service)项目中。

(4) 在美国直接投资的日本商人将80万美元的投资利润汇回日本。

借方：80万美元的投资利润汇出美国，应记录在借方收益(income)项目中。

贷方：80万美元汇到日本，日本对美国资产的增加，意味着美国对日本负债的增加，应记录在贷方的其他投资项目中。

(5) 美国政府提供50万美元的美国银行账户余额支付给希腊政府，作为对外援助计划的一部分。

借方：美国政府对外单方面转移，应记录在借方的经常转移(current transfers)项目中。

贷方：美国官方储备资产减少，应记录在贷方的储备资产(reserve assets)项目下。

(6) 美国公民购买日本某公司的日元债券，价值折合100万美元。

借方：美国资本输出，购买日本企业债券，对日本长期资产增加，应记录在借方证券投资(porfotio investment)项目中。

贷方：美国公民支取日本银行的日元存款购买债券，美国投资者私人对外短期资产减少，应记录在贷方的其他投资项目中。

(7) 中国企业在美国投资所得利润130万美元。其中，70万美元用于当地的再投资，60万美元用于购买当地商品运回国内。

借方：130万美元投资利润，应记录在借方的收益项目中。

贷方：70万美元利润再投资应记录在贷方的直接投资(direct investment)项目中；60万美元的商品出口应记录在贷方的货物项目中；

假定着7笔国际交易是美国某年度的全部国际经济交易，那么美国该年度国际收支平衡表如表1-1所示。

表 1-1 美国某年度的国际收支平衡表 单位：万美元

项 目	借方(－)	贷方(＋)	差 额
货物	40	30＋60	－70
服务		20	＋20
收益	80＋130		－210
经常转移	50		－50
经常账户合计	300	110	－190
直接投资		70	＋70
证券投资	100		－100
其他投资	30＋20	40＋80＋100	＋170
储备资产		50	＋50
资本与金融账户合计	150	340	＋190
合 计	450	450	0

3. 国际收支平衡表的主要内容

国际收支平衡表所包含的内容极为广泛，各国又大多根据各自的不同需要和具体情况自行编制，因此，各国的国际收支平衡表的内容有很大的差异，但其主要项目和内容都是按照国际货币基金组织 1993 年第 5 版《国际收支手册》规定标准编制的。

《国际收支手册》(第 5 版)列出的国际收支平衡表的标准组成部分由三大项目组成：一是经常账户；二是资本与金融账户；三是错误和遗漏。具体构成见表 1-2 和图 1.1。

表 1-2 国际收支平衡表(1993 年第 5 版)

一、经常项目		
1. 商品		
2. 服务		
3. 收益		
4. 经常转移		
二、资本和金融项目		
1. 资本账户		
2. 金融账户		
(1) 直接投资		
(2) 证券投资		
(3) 其他投资		
(4) 储备资产		
① 外汇储备		
② 黄金储备		
③ 特别提款权		
④ 储备头寸		
⑤ 其他资产		
三、错误与遗漏		

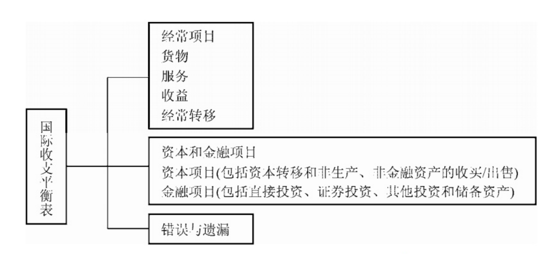


图 1.1　国际收支平衡表的项目构成

1) 经常项目

经常项目或称往来项目，反映居民与非居民间经常发生的经济交易内容，它反映一国与他国之间真实资源的转移状况，在整个国际收支中占有主要地位。它包括货物、服务、收益、经常转移 4 个具体项目。

(1) 货物。货物项目下记录商品的进口和出口外汇收支，也即一国的对外贸易收支，或称有形贸易(Visible Trade)收支。根据国际货币基金组织统一口径，商品进出口均按离岸价格(FOB)价格计价。

在货物项目下，除包括“一般商品”的出口和进口的外汇收支以外，还包括加工贸易的加工费、与进出口贸易有关的设备或商品的修理、运输工具停靠口岸期间的商品采购(如燃料、给养、储备和物资)和运输工具的维修及非货币黄金买卖的外汇收支。

(2) 服务。服务项目下记录运输、旅游、通信服务、建筑服务、保险服务、金融服务、计算机和信息服务、咨询设计、专利权使用、个人文化和娱乐服及政府服务等所发生的外汇收支。服务收支，也称无形贸易(Invisible Trade)收支。

国际服务的生产和国际服务贸易不同于货物的生产和货物贸易。例如，某一经济体生产的货物运送到另一经济体的居民那里，那里的居民可能知道也可能不知道货物是什么时候生产的。相比之下，服务的生产在生产发生之前就同某一经济体的生产者与另一经济体的消费者或一组消费者事先做出的一项安排联系在一起。因此，国际服务贸易同国际服务生产紧密联系在一起，其生产过程涉及某一居民和另一非居民。

(3) 收益。收益项目下记录劳动力与资本在国际间流动而发生的外汇收支，包括职工报酬(compensation of employees)和投资收入(investment income)两大项。

① 职工报酬。职工报酬项目主要记录在国外工作期限不超过一年的季节性工人、边境工人，以及在外国使领馆及国际组织驻本国机构工作人员的外汇工薪收支。

② 投资收入。投资收入项目主要记录由于借贷、货币或直接投资、证券投资而产生的利息、利润、股利等外汇收支。

(4) 经常转移。经常转移或称单方面转移(Unilateral Transfers)或无偿转移(unrequited transfers)，在此项目下主要记录商品、服务或金融资产在居民与非居民之间而不要求得到对等报偿的外汇收支，其中包括：

① 政府的无偿转移，如战争赔款，政府间经济援助、军事援助和捐赠，政府向国际组织定期缴纳的费用，以及国际组织作为一项政策向各国政府定期提供的转移等；

② 私人的无偿转移，如侨汇、捐赠、遗产继承、赡养费、退休金、年金、抚恤金和资助性汇款等。

2) 资本和金融项目

(1) 资本项目(capital account)包括两个项目：

① 资本转移(capital transfer)。资本转移项目主要记录投资捐赠(investment grants)和债务注销(debt cancellation)的外汇收支。投资捐赠可以是现金形式，亦可以是实物形式(如交通设备、机场、码头、桥梁、医院等)。债务注销即债权国放弃债权，而不要求债务国给予回报。需要注意的是，资本账户下的资本转移和经常项目下的经常转移不同，前者不经常发生，规模相对较大；而后者除政府无偿转移外，一般经常发生，规模相对较小。

② 非生产、非金融资产的收买/出售(acquisition/disposal of non-product，non-financial assets)。该项目主要记录那些不是有生产创造出来的有形资产(如土地和自然资源)和某些无形资产(如专利权、商标权、版权、经销权等)收买或出售而发生的外汇收支。

(2) 金融项目(Financial Account)反映的是居民与非居民之间投资与借贷的增减变化。按功能，金融项目可分为直接投资、证券投资、其他投资和储备资产四个项目。

① 直接投资项目。指投资者对在国外投资的企业拥有 10%或 10%以上的普通股或投票权，从而对该企业拥有有效发言权。直接投资的主要特征是投资者对另一经济体的企业拥有永久利益。在直接投资项目下又包括股本投资、其他资产投资及利润收益再投资等。

② 证券投资项目。也称间接投资，指在证券市场上购买他国政府发行的债券、企业发行的中长期债券及股票所进行的投资。证券投资的主要对象是股本证券和债务证券，后者又可以进一步细分为期限在一年以上的中长期债券、货币市场工具和其他衍生金融工具。证券投资以取得利息或股息为目的，投资者对企业不享有经营管理权。

③ 其他投资项目。这是一个剩余项目，记录上述两项投资未包括的其他金融交易，如货币资本借贷，与进出口贸易相结合的各种贷款、预收款、预付款、融资租赁等。

④ 储备资产项目。储备资产是指一国金融当局为平衡国际收支与稳定汇率而持有的在国际间被普遍接受的系列金融资产，它包括外汇、货币性黄金、在国际货币基金组织的储备头寸、特别提款权及其他债权。储备资产项目是一个记录储备变化，而不是流量状况的项目。每年年底，把一个国家金融当局所持有的储备资产与去年年底相比，而后把净差额记入储备资产项目之中。另外，还必须注意储备资产增减的符号意义，由于处于平衡整个账户的需要，人为地把储备资产的增加用负号表示，把储备资产的减少用正号表示，恰恰与一般意义上的正负号含义相反。

3) 错误与遗漏

按照复式簿记原理，国际收支账户的借方总额和贷方总额应该相等，借贷双方的净差额应为零，但在实际中并非如此。因为，每个国家的国际收支平衡表的统计数据总会出现一些遗漏：

(1) 资料来源不一。汇集和应用的原始资料来自许多渠道，如海关统计、银行报告、企业报表等。

(2) 资料不全。某些数字如商品走私、资金外逃、私自携带现钞出入境等也属于国际收支范畴，难以掌握。

(3) 资料本身错漏。有关单位提供的统计数字也不是完全正确，有的仅仅是估算数字。

由于上述各种原因，官方统计所得到的经常项目、资本和金融项目两者之间实际上并不能真正达到平衡，从而导致国际收支平衡表的借方总额与贷方总额之间往往存在差额。因此，人为设立一个错误与遗漏(Errors and Omissions)项目，以此项目抵补前面所有项目借方和贷方的差额，从而使借贷双方最终达到平衡。当官方统计结果借方大于贷方时，两者之间的差额就记入错误与遗漏项目的贷方；当官方统计结果贷方大于借方时，两者之间的差额就记入错误与遗漏项目的借方。

4. 国际收支平衡表的分析

国际收支平衡表是按照现代会计学的复式簿记原理编制的，故借方总额与贷方总额最终必然相等。尽管某个账户或某些账户会出现借方余额大于贷方余额，或贷方余额大于借方余额的情况，但这些赤字额或盈余额必然会由其余账户的盈余额或赤字额抵消，且各差额之和正好等于零。

国际收支分析实际上是对国际收支状况的分析，首先必须弄清国际收支状况的衡量方法。在国际收支平衡表的一个账户与下一个账户之间画一条水平直线，水平线之上账户的贷方和借方的净差额就是一国的国际收支状况。净差额为零，表示国际收支平衡，否则表示国际收支失衡。国际收支失衡时，如线之上账户的借贷净差额为正数，即贷方总额大于借方总额，称为国际收支状况为盈余或顺差(Surplus)；如为负数，即贷方总额小于借方总额，则称为国际收支状况为赤字或逆差(Deficit)。采用不同线的画法得到不同的局部差额，这些局部差额构成了国际收支分析的主题。在国际收支平衡表中线画得越靠下，线上差额的概括性就越全面。

按照人们的传统习惯和国际货币基金组织的做法，国际收支不平衡的衡量可分为以下4种口径。

1) 贸易收支差额

贸易收支差额是指商品进出口收支的差额。线上项目为货物。贸易收支差额在传统上经常作为整个国际收支的代表，这是因为对一些国家来说，贸易收支在全部国际收支中所占的比重相当大，同时贸易收支的数字易于通过海关的途径及时收集，能够比较快地反映一国对外经济交往情况。另外，贸易收支差额还能综合反映一国的产业结构、产品质量和劳动生产率状况，反映该国产业在国际上的竞争力。实际上，贸易项目仅仅是国际收支的一个组成部分，可作为国际收支的代表，但绝不能代表国际收支的整体。近年来，贸易收支在全部国际收支中的比重呈下降的趋势。

2) 经常项目差额

经常项目差额线上项目包括贸易收支(货物)、无形收支(即服务、收益)和经常转移收支。经常项目收支差额反映了实际资源在一国与他国之间的转让净额，是国际收支平衡表中最重要的收支差额。如果经常项目收支顺差，则意味着由于有商品、劳务和单方面转移的贷方净额，该国的国外资产净额增加；反之，如果经常项目收支逆差，则意味着该国有商品、劳务和单方面转移的借方净额，即该国利用了其他国家的商品和劳务，这对加快经济增长是有利的。国际货币基金组织特别重视各国经常项目收支，虽然经常项目收支不代表全部国际收支状况，但它综合反映了一国的进出口状况(包括劳务、保险运输等无形进出口)，

可以反映一国的国际竞争力，因而被当作制定国际收支政策和产业政策的重要依据。

3) 资本和金融项目差额。资本和金融项目差额是国际收支账户中资本项目与直接投资、证券投资以及其他投资项目的净差额。它具有十分复杂的经济含义，必须对它进行综合分析，谨慎运用。

(1) 通过资本和金融项目余额

可以了解一国的金融市场的发达开放程度，能够为一国的货币政策和汇率政策的制定和调整提供有益的借鉴。资本市场越开放的国家，其资本和金融项目的流量总额就越大。由于各国在经济发展程度、金融市场成熟度、货币价值稳定程度等方面存在较大差异，所以资本和金融项目差额往往会产生较大的波动。

(2) 它反映了一国为经常项目提供融资的能力。经常项目中实际资源的流动与资本和金融项目中的资产所有权的流动是同一个问题的两个方面。不考虑错误与遗漏因素时，经常项目中的余额必然对应着资本和金融项目在相反方向上的数量相等的余额。经常项目出现赤字，对应着资本和金融项目有相应盈余，这意味着一国利用金融资产的净流入为经常账户赤字融资。影响金融资产流动的因素很多，包括影响国内和国外各种资产的投资收益率与风险的各种因素，如利率、各种其他投资的利润率、预期的汇率走势和政治风险等因素。

随着经济和金融全球化的发展，资本和金融项目已经不仅仅局限于为经常项目提供融资，或者说国际资本流动已经逐步摆脱了对国际贸易的依赖，而表现出相对独立的运动规律。

4) 综合项目差额或总差额

综合项目差额线上项目是指经常项目与资本和金融项目中资本项目与直接投资、证券投资、其他投资项目，也就是说综合项目差额是将国际收支项目中的官方储备项目剔除后的余额。综合项目差额必然导致官方储备的反方向变动，因此，可以用它来衡量国际收支对一国储备造成的影响。通常所讲的国际收支盈余或赤字就是指综合项目差额的盈余或赤字。

1.2 国际收支的平衡与失衡

1.2.1 国际收支平衡

1. 自主性交易与调节性交易

在国际收支的理论研究中，按照交易发生的动机不同，将所有的交易分为两种：一种自主性交易(autonomous transaction)，另一种是调节性交易(accommodating transaction)。

自主性交易，也称事前交易，它是指经济实体或个人出自某种经济动机和目的而进行的交易。自主性交易具有自发性，因而交易的结果必然是不平衡的，不是借方大于贷方，便是贷方大于借方。这样就使外汇市场出现供求不平衡和汇率波动，并给经济带来一系列的影响。

调节性交易，也称事后交易，是指在自主性交易出现缺口或差额是进行的弥补性交易。

从理论上说，一国的国际收支平衡与否，应以自主性交易为标准。一国国际收支的自

主性交易所产生的借方金额和贷方金额相等或基本相等，就表明该国的国际收支平衡或基本平衡；如果自主性交易所产生的借方金额与贷方金额不相等，就表明该国的国际收支失衡。

一般认为，经常项目和长期资本项目属于自主性交易，而官方储备和短期资本项目属于调节性交易。对于短期资本项目而言，从一国货币当局角度看，短期资本流动是为弥补自主性交易收支的不平衡，而向国外借贷或采取某种经济政策作用的结果，因而属于调节性交易；但从短期资本交易的主体角度看，则是为追逐利润等而独立自主交易的，因而又属于自主性交易。所以在实践上区分短期资本交易的性质在技术上较为困难，导致没有一个统一的衡量国际收支是否平衡的标准。为此人们往往根据所要分析的问题，而采取不同的差额，如经常项目差额、基本差额(即经常项目差额与长期资本差额之和)和总差额(综合差额)等。因此，人们平常所说的国际收支不平衡是针对各个具体差额而言的。由于总差额反映经常项目差额和资本项目差额及金融项目下的直接投资、证券投资、其他投资项目的差额之和，而且国际货币基金组织和我国都采用总差额，所以我们可以把全部短期资本都看作自主性交易。

2. 静态平衡与动态平衡

静态平衡是指在一定时期内(通常为 1 年)国际收支平衡表的收支相抵、差额为零的一种平衡模式。这是一种会计上的国际收支平衡。不管统计期间内国际收支如何，只要期末的收支相抵或大体相等，就实现了国际收支平衡目标。

静态平衡具有以下特点：

(1) 国际收支的周期通常为 1 年。

(2) 要求国际收支的结构平衡和总体平衡。

(3) 目标明确，适合会计周期和统计核算习惯。

静态平衡是国际收支分析中采用较为普遍的一种模式。这种模式也存在许多缺陷：其一是实现起来难度较大，因为平衡是相对的，不平衡是绝对的。限定在每个年度的期末实现平衡，操作困难。其二是过分强调在规定时间内的期末平衡，往往会与经济发展目标和战略相冲突。

动态平衡是指在较长的计划期内，实现期末国际收支的大体平衡。它不以年度时间为限，以实现中期计划的经济目标为主。动态平衡与经济发展的客观实际比较相符，它允许一个国家，特别是处于经济起飞阶段的国家，在计划期内吸引外资和对外借债，使当年存在一定的逆差。只要这些债务有利于该国扩大出口，提高国际竞争力，并在整个计划期末可以实现大体的平衡，就可以认为这一阶段的国际收支是平衡的。因此动态平衡又称为计划的国际收支平衡。通常国际收支平衡是追求国际收支的长期动态平衡。

动态平衡具有以下特点：

(1) 不以年度时间为限，而以实现中期计划的经济目标为主，确定和实现国际收支平衡。

(2) 把国际收支平衡与整个国民经济发展目标融为一体，分清主次，通盘考虑。

(3) 通过国际收支的调节，促进整个国民经济的发展。

3. 局部均衡与全面均衡

局部均衡观点是以市场均衡作为衡量国际收支是否平衡的标准。根据这种理论，一国

对外的经济交易基本上是通过外汇市场进行的，外汇市场供求平衡是国际收支平衡的基础。外汇市场的平衡又分为日常交易的供求平衡和实际所需的供求平衡。前者在任何时候都是平衡的，而后者却不一定平衡。只有实际所需的供应等于实际所需的需求，才能实现市场平衡，从而达到国际收支的平衡。

这种平衡仍然是不充分和不完全的：第一，一国的大部分对外经济交易并不通过外汇市场进行。第二，只强调市场的国际联系一面，忽略了各国政府对市场的调节和干预的一面。第三，重视国际收支同国际经济中流通领域的联系，忽略了同国际经济中生产领域的联系。因此，以市场平衡为标准的国际收支平衡只能是局部的平衡。由于局部均衡观点侧重于分析国际收支与外汇市场的关系，这对于研究国际收支的变化对于市场汇率的影响，仍具有重要的作用。

全面均衡是指在整个经济周期内国际收支自主性项目为零的平衡。全面均衡包括国内所有市场客体——商品市场、劳务市场、货币市场、外汇市场的供求均衡。国际收支的全面均衡是指国内经济处于均衡状态下的自主性国际收支平衡，即国内经济处于充分就业和物价稳定下的自主性国际收支平衡，又称为国际收支均衡(Equilibrium of Payment)。国际收支均衡是一国达到福利最大化的综合政策目标。

1.2.2 国际收支不平衡的原因

国际收支平衡是一国政府所要着力实现的外部均衡目标，但在绝大部分情况下，国际收支平衡往往是一种特例或者偶然现象，而国际收支不平衡则是一种常态或必然现象。

导致国际收支不平衡的原因是多种多样的，归纳而言，可分为以下 6 种。

1. 周期性不平衡

西方国家经济受再生产周期规律的制约，各国经济不同程度地处于周期性波动之中，周而复始地出现繁荣、衰退、萧条、复苏。在再生产周期的各个阶段，由于人均收入和社会需求的消长，一国的国际收支会产生不平衡。由于生产和资本国际化的发展，主要西方国家经济周期阶段的更替会影响其他国家经济，致使各国发生国际收支不平衡。这种由于经济周期的更替而造成的国际收支不平衡，称为周期性不平衡。

2. 收入性不平衡

一国国民收入的变化，可能是由于经济周期阶段的更替，也可能是由于经济增长率的变化所引起的。一国国民收入的增减，会对其国际收支产生影响。一般来讲，国民收入增加，贸易支出和非贸易支出都会增加；国民收入减少，则贸易支出和非贸易支出也会减少。这种由于国民收入的变化所引起的国际收支不平衡，称为收入性不平衡。

3. 结构性不平衡

一国的国际收支状况往往取决于贸易收支状况。如果世界市场的需求发生变化，一国输出商品的结构也能随之调整，该国的贸易收支将不会受到影响；相反，如果该国不能适应世界市场的需求而调整商品的输出结构，将使贸易收支和国际收支发生不平衡。这种因一国的产业结构及相应要素配置未能及时调整，导致不能适应国际市场的变化，而引起本国国际收支不平衡，称为结构性不平衡。结构性不平衡具有长期性，扭转起来相当困难。

4. 货币性不平衡

一国货币价值变动(通货膨胀或通货紧缩)引起国内物价水平发生变化，从而使该国物价水平与其他国家比较发生相对变动，影响该国的进出口情况，进而影响国际收支。货币供应量增加，也会使该国的成本与物价上涨，会导致出口减少，进口增加；此外，还会引起本国利率下降和资本流出增加，从而造成资本和金融项目逆差。这种由于一国货币对内价值、利率、价格水平、成本等货币性因素变化所引起的国际收支不平衡，称为货币性不平衡。

5. 政策性不平衡

本国或外国推行某种扩张或紧缩的财政或货币政策，也会使影响国际收支的某些因素发生变化，从而导致该国国际收支不平衡。

6. 偶发性不平衡

由短期的、非确定的或偶然因素，如自然灾害、政局动荡等引起贸易收支的不平衡和巨额资本的国际流动，从而导致的国际收支不平衡，称为偶发性不平衡。偶发性不平衡一般程度较轻，而且持续时间不长。

就上述各种原因来说，经济结构因素和经济增长率变化所引起的国际收支不平衡，具有长期、持久的性质，而被称为持久性不平衡；其他因素所引起的国际收支不平衡，仅具有临时性，而被称为暂时性不平衡。

1.2.3 国际收支不平衡的影响

一国的国际收支状况，是该国整个国民经济状况的反映；一国的国际收支失衡，包括盈余性失衡(顺差)或亏损性失衡(逆差)。如果出现了经常性、巨额或连续的国际收支逆差或顺差，对该国经济有着重大的影响。

1. 国际收支逆差的影响

一国的国际收支出现逆差，一般会首先引起本国货币汇率下浮；如果逆差严重，则会使本币汇率急剧下跌。该国货币当局如果要维护本币的地位，就要对外汇市场进行干预，即抛售外汇和买进本国货币。这样做的结果，不仅会消耗外汇储备，甚至会造成外汇储备枯竭，从而严重削弱其对外支付能力；另外也会形成国内的货币紧缩形势，促使利率水平上升，影响本国经济的增长，从而导致失业的增加和国民收入增长率的相对下降。

如果一国国际收支逆差是贸易收支逆差所致，将会造成国内失业增加；如果逆差是资本流出大于资本流入所致，则会造成国内资金的紧张，利率上升，从而影响经济增长。在国际资本可以自由流动的前提下，持续性国际收支逆差可能引发国际资本大量外逃，甚至使该国陷入金融危机。

2. 国际收支顺差的影响

虽然一般认为国际收支逆差对一国经济的危害更大，但持续性国际收支顺差，虽然可以增大其外汇储备，加强其对外支付能力，但也会产生如下不利影响。

1) 一般会使本国货币汇率上升，而不利于其出口贸易的发展，从而加重国内的失业问题。

2) 如果该国有义务维持固定汇率，那么，顺差将使本国货币供应量增长，从而加重通货膨胀。

3) 将加剧国际摩擦，因为一国的国际收支发生顺差，意味着有关国家国际收支发生逆差。

4) 顺差如果是过度出口造成的贸易收支顺差，则意味着国内可供资源的减少，因而不利于本国经济的持续发展。

一般来说，一国的国际收支越是不平衡，其不利影响也越大。虽然国际收支逆差和顺差都会产生种种不利影响，但相比之下，逆差所产生的影响更为显著。因此，各国都注重对逆差采取调节措施。对顺差的调节虽然不如对逆差的调节要求更紧迫，但从长期来看，不论顺差还是逆差，都需要进行调节。

1.3 国际收支的调节

1.3.1 国际收支失衡的自动调节机制

当一国出现国际收支失衡时，在没有人为力量干预的情况下，有时经济体系内部会自发地产生某种机制，使一国国际收支失衡至少在某种程度上得以减轻，甚至能自动恢复均衡，这就是国际收支失衡的自动调节机制。

1. 金本位制度(david hume)下的国际收支自动调节机制

大卫·休谟的"价格-铸币流动机制"详细地阐述了金本位制度下国际收支的自动调节机制，认为在国际间普遍实行金本位制度的条件下，一个国家的国际收支可以通过物价的涨落和黄金的流出流入自动恢复平衡。其自动调节过程如图 1.2 所示。

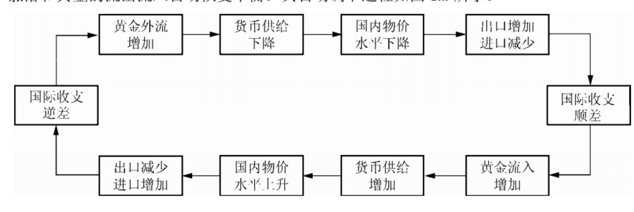


图 1.2 金本位制度下的国际收支自动调节

2. 纸币本位固定汇率制度下的国际收支自动调节机制

1) 价格机制

当一国的国际收支出现逆差时，国际储备减少，导致国内货币市场货币供给相对减少，进而导致物价下跌。物价下跌使本国出口商品的价格竞争力提高，从而刺激出口；而国内物价下跌使进口商品的相对价格上升，从而抑制进口，国际收支逆差得以改善。

2) 利率机制

当一国国际收支出现逆差时，该国货币市场货币存量减少，银行银根紧缩，利率上升。利率上升表明本国金融资产的收益率上升，从而对本国金融资产的需求相对上升，对外国金融资产的需求相对减少。这些均导致本国资本停止外流，同时外国资本流入本国以谋取较高利润，资本与金融项目得到改善。

3) 收入机制

收入机制是指一国国际收支不平衡时，该国的国民收入下降，国民收入下降会引起社会总需求下降，进口需求下降，贸易收支得到改善。另外，国民收入的下降不仅使进口需求下降，也使对外劳务和金融资产的需求都不同程度地下降，使经常项目中非贸易收支与资本和金融项目收支得到改善，从而使国际收支状况得到改善。

纸币本位固定汇率制度下的国际收支自动调节机制如图 1.3 所示。

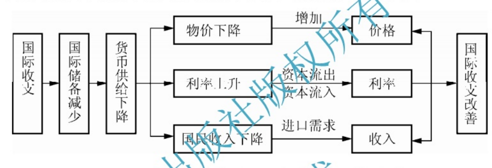


图 1.3 固定汇率制度下的国际收支自动调节机制节

3. 纸币本位浮动汇率制度下的国际收支自动调节机制

在浮动汇率制度下，国际收支的自动调节机制是通过汇率变动来实现的。当一国国际收支出现逆差时，本国外汇市场上外汇需求就会大于外汇供给，导致外汇升值，本币贬值，以外币表示的出口商品的国际市场价格下降，以本币表示的进口商品的价格上涨，因此，出口增加，进口减少，国际收支状况得到改善。

纸币本位浮动汇率制度下的国际收支自动调节机制如图 1.4 所示。

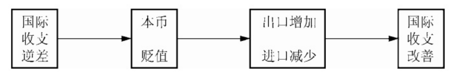


图 1.4 浮动汇率制度下的国际收支自动调节机制

1.3.2 国际收支失衡的政策调节机制

虽然国际收支自动调节机制能从一定程度上缓解国际收支失衡状况，但只能在某些经济条件或经济环境中才起作用，而且作用的程度和效果无法保证。因此，当一国国际收支出现不平衡时，往往不能完全依赖经济体系的自动调节来恢复国际收支平衡，一般都需要货币当局主动采取某些政策措施来进行调节，特别是在强调市场机制与政府调控相结合的现代市场经济中更是这样。政府调节国际收支的手段主要有以下 4 种。

1. 外汇缓冲政策

所谓外汇缓冲政策，是指一国政府为应对国际收支不平衡，把其黄金外汇储备作为缓

冲体，通过中央银行在外汇市场上买卖外汇，来消除国际收支不平衡所形成的外汇供求缺口，从而使收支不平衡所产生的影响仅限于外汇储备的增减，而不致进一步影响本国经济。外汇缓冲政策的优点是简单易行、收效快。其局限性是由于一国的外汇储备数量有限，因此它不适合于应对长期、巨额的国际收支逆差。

2. 财政政策和货币政策

1) 财政政策

财政政策是指一国政府通过调整税收和政府支出，从而控制总需求和物价水平的政策措施。财政政策一般主要取决于国内经济的需要，在将财政政策用于调整国际收支时，其作用机制如下：在国际收支出现逆差的情况下，一国政府应实行紧缩性财政政策，如削减政府开支或提高税收，迫使投资和消费减少，物价相对下降，从而促进出口，限制进口，有利于改善贸易收支和国际收支。反之，当一国国际收支顺差很大时，政府可实行积极的财政政策，如扩大政府开支或减少税收，以扩大总需求，增加进口及非贸易支出，从而减少贸易收支和国际收支的顺差。

2) 货币政策

货币政策也称金融政策。它是西方国家普遍、频繁采用的调节国际收支的政策措施。调节国际收支的货币政策主要有贴现政策和改变存款准备金率的政策。

(1) 贴现政策。中央银行在贴现票据时，所收取的官定最低利率称为再贴现率(有时简称贴现率)。中央银行以提高或降低再贴现率的办法，来影响金融市场利率的升降，进而影响国际收支。例如，当一国国际收支出现逆差时，中央银行可提高再贴现率，市场利率也随之上升，有利于吸纳国外资本，本国资本亦不外流，这样在资本和金融项下，流入增加，流出减少，可减少国际收支逆差。此外，市场利率的提高，投资和消费受到抑制，物价开始下降，从而有利于出口，压制进口，改善贸易收支。

(2) 改变存款准备金率的政策。商业银行等金融机构要依法按其吸收存款的一定比率，向中央银行缴存保证存户提现和中央银行控制货币量的特定基金。这个比率的高低，决定着商业银行等金融机构可用于贷款资金规模的大小，因而决定着信用的规模与货币量，从而影响着总需求和国际收支。

上述分析说明，一定的财政和货币政策是有助于扭转国际收支失衡的，但它也有明显的局限性，因为它往往同国内经济目标发生冲突。例如，为消除国际收支逆差，而实行紧缩性财政金融政策，会导致经济增长放慢以及失业率上升；当为消除国际收支盈余，而实行扩张性财政金融政策，又会加快物价上涨导致通货膨胀。因此，通过财政货币政策来实现国际收支的平衡，必然以牺牲国内经济目标为代价。

3) 汇率政策

汇率政策是指一国通过调整本币汇率，以影响进口和出口，调整贸易收支，从而调整国际收支的政策措施。例如，当一国国际收支出现逆差时，该国可使本国货币贬值，在国内价格不变或变动不大的条件下，以外币表示的出口商品的价格就会下降，从而增强本国商品在国外的竞争力，扩大出口；同时，由于本币贬值，以本币表示的进口商品的价格上升，进口减少。这有助于减少逆差，逐步达到平衡。反之，当一国长期存在国际收支顺差时，该国可使本国货币升值，本币升值，刺激进口、抑制出口，二者共同作用于国际收支，使贸易顺差减少，国际收支逐步恢复平衡。

汇率政策的实施在不同的制度背景下有不同的做法，包括汇率制度变更、外汇市场干预、官方汇率贬值或升值等。汇率政策效果的实现需要一些前提条件，它不仅取决于本国进出口商品需求弹性的大小，还取决于国际上对该国本币贬值政策的反应。

4) 直接管制政策

直接管制政策是指政府直接干预对外经济往来，以实现国际收支调节的政策措施。直接管制包括外汇管制、贸易管制和财政管制等形式。由于汇率政策和需求管理政策调节国际收支需要较长一段时间，对于结构性变动引起的失衡，这些政策的实施又难以收到良好的效果，所以不少发展中国家实行直接管制政策。

外汇管制，主要指一国政府通过有关机构对外汇买卖和国际结算进行行政手段干预。各国常用的外汇管制手段包括限制私人持有或购买外汇、限制资本的输出和输入、实行复汇率、禁止黄金输出等。

贸易管制，主要指一国政府直接限制商品进出口数量的政策手段。各国常用的贸易管制手段包括进口配额制、进口许可证制、规定苛刻的进口技术标准、歧视性采购政策、歧视性税收政策等。

财政管制，是指政府通过管制进出口商品的价格和成本来达到调节国际收支目的的政策措施。各国经常采用的财政管制方法包括进口关税政策、出口补贴政策、出口信贷政策等奖出限入措施。

直接管制通常能起到迅速改善国际收支的效果，能按照本国的不同需要，对进出口贸易和资本流动区别对待，不必涉及整体经济。例如，国际收支不平衡是由于出口减少造成的，就可以直接施以鼓励出口的各种措施加以调节。但直接管制政策也有若干明显的弊端，它并不能真正解决国际收支失衡问题，一旦取消管制，国际收支赤字仍会重新出现。此外，实行直接管制政策，既被国际经济组织反对，又会引起其他国家的报复。

综上所述，当一国国际收支不平衡时，须针对形成的原因采取相应的政策措施。如果国际收支不平衡是由季节性变化等暂时性原因形成，可运用外汇缓冲政策；如果国际收支不平衡是由国内通货膨胀加剧而形成，可运用货币贬值的汇率政策；如果国际收支不平衡是由国内总需求大于总供给所致，可实行紧缩性财政、货币政策；如果国际收支不平衡是由经济结构性原因引起的，可进行经济结构调整并采取直接管制措施。

1.3.3 国际收支失衡的国际调节机制

各国政府调节国际收支时往往以本国利益为出发点，采取的有关调节措施可能对其他国家产生不利影响，从而导致其他国家采取相应的报复措施。为了维护世界经济与金融体系的正常秩序与运转，各国政府之间需要加强对国际收支调节政策的国际协调。国际收支失衡的国际调节的内容如下。

(1) 通过各种国际经济协定确定国际收支调节的一般原则。例如，国际货币基金组织规定了多边结算原则、消除外汇管制原则和禁止竞争性货币贬值原则等。世界贸易组织(word trade organization，WTO)规定了非歧视原则、关税保护和关税减让原则、取消数量限制原则、禁止倾销和限制出口补贴原则、磋商调解原则等。这些原则都是以经济和金融自由化为核心，通过限制各国采取损人利己的调节政策来缓和各国之间的矛盾的。

(2) 通过国际金融组织或通过国际协定向国际收支逆差国提供资金融通。这可以缓解

其国际清偿力不足的问题。例如，国际货币基金组织向其会员国发放有关贷款用于解决暂时性国际收支困难，设立特别提款权用于补充会员国的国际储备资产，通过“借款总安排”或货币互换协定要求有关国家承诺提供一定的资金，由国际收支逆差国在一定条件下动用以缓和国际收支逆差问题和稳定汇率等。

(3) 建立区域性经济一体化集团。这可以促进区域经济、金融的一体化和国际收支调节。目前国际经济中的区域经济一体化集团主要包括优惠贸易安排、关税同盟、自由贸易区、经济共同体和货币同盟。

1.3.4 内外均衡的矛盾及政策搭配调节

1. 内外均衡矛盾的产生

开放经济条件下，政府的宏观经济政策目标既包括内部均衡也包括外部均衡。正如在封闭经济的几大政策目标之间存在着现实冲突一样，内外均衡目标也并不总是一致的。这意味着为追求某一均衡目标而采取的政策措施，既有可能同时有利于开放经济另一均衡目标的实现，也有可能对另一均衡目标的实现形成干扰甚至破坏。前一种情况称为内外均衡的一致，后一种情况称为内外均衡的冲突。造成内外均衡冲突的根源在于经济的开放性。

在封闭经济下，经济增长、充分就业与物价稳定是政府追求的主要经济目标，这 3 个目标概括了使经济处于合理运行状态的主要条件。但这 3 个目标存在着冲突，例如，失业率与通货膨胀之间可能存在着相互替换关系，而经济增长也往往会带来通货膨胀。所以，封闭经济下的政策调控的主要任务在于协调这三者的冲突，确定并实现这三者的合理组合。

在开放经济中，政府的政策目标发生改变，这体现在两个方面：第一，政策目标的数量增加了，国际收支只是宏观调控所关注的变量之一；第二，各目标之间的关系发生了变化，在相当多的情况下，宏观经济在封闭条件下的主要目标与开放条件下国际收支平衡这一新的目标之间的冲突成为经济面临的突出问题。

这是因为，当一国经济与世界经济的联系日益紧密时，它一方面要保持自身的相对稳定，避免通货膨胀、失业等宏观经济失衡现象，同时，也要利用经济的开放，通过商品、劳务、资金的国际流动来增加本国的福利。内外均衡的统一，即内在稳定性与合理开放性的结合就成为政府的政策目标。但是，内外均衡的关系是复杂的。一方面，外部不均衡会影响国内宏观经济的运行。国际收支失衡若不及时调整，会直接影响当事国的对外交往能力和货币信誉，并对国内经济发展不利。国际收支出现逆差时，对外汇的需求提高，本币有贬值的倾向。如果要维持固定汇率，中央银行需在外汇市场上买入本币卖出外币，于是直接影响国内的货币供给；如果是在浮动汇率制度下，则可能在短期资本外流的同时有利于出口不利于进口，从而对本国的实际总收入产生影响。如果国际收支出现顺差，外汇市场上对本币需求提高，则本币面临升值压力。若要维持固定汇率不变，中央银行必须卖出本币买入外币，于是迅速增加的基础货币投放必然对内形成通货膨胀压力；如果是浮动汇率制度，则本币升值不仅不利于出口而有利于进口从而抑制国民收入的增长，还有可能吸引更多的短期资本流入使本币进一步升值，对国内经济发展更加不利。另一方面，内部不均衡也会影响到外部均衡目标的实现。

实际上，直接影响内外均衡目标的变量有很多，这些变量通过各种机制发生着复杂的联系。在开放经济的运行中，经济同时处于内外均衡区间的情况是很少的，各种变量造成

的冲击都会使经济偏离最佳区间。因此，政府必须运用可控的变量即政策工具来实现经济的稳定与合理开放。在一些区间内或状态下，经济的内在稳定性与合理开放性的要求使这些变量的调整方向是相反的，实现某一目标会带来另一目标的恶化，从而导致内外均衡的冲突。这是内外均衡矛盾产生的根本原因。

2. 丁伯根法则

荷兰经济学家J.丁伯根(J.Tinbergen)是第一个经济学诺贝尔奖的得主(1969年)，他最早提出了将政策目标和工具联系在一起的正式模型，即所谓的"政策工具-目标法则"，被称为丁伯根法则(Tinbergen's Rule)，指出若要实现若干个独立的政策目标，至少需要若干个相互独立的有效的政策工具。

这一结论可以进行推广。如果一个经济具有线性结构，决策者有N个目标，只要有至少N个线性无关的政策工具，就可以实现这N个目标。对于开放经济而言，这一结论具有鲜明的政策含义：只运用支出增减政策(财政政策、货币政策影响产出的效果一致)调节支出总量的途径同时实现内外均衡两个目标是不够的，必须寻找新的政策工具并进行合理配合。

丁伯根原则指出了应运用N种独立的工具进行配合来实现N个独立的政策目标，这一结论对于经济政策理论具有深远意义。丁伯根原则对目标的实现过程具有如下特点：一是假定各种政策工具可以供决策当局集中控制，从而通过各种工具的紧密配合实现政策目标；二是没有明确指出每种工具有无必要在调控中侧重于某一目标的实现。这两个特点不与实际情况完全符合或者不能满足实际调控的需要。这一缺陷被罗伯特•蒙代尔(Robert Mundell)于20世纪60年代提出的关于政策指派的有效市场分类原则所弥补。

3. 米德冲突

詹姆斯爱德华•米德(James Edward Meade)于1951年在其名著《国际收支》中最早提出固定汇率制度下的内外均衡冲突问题。他指出，在汇率固定不变时，政府只能主要运用影响社会总需求的政策来调节内外均衡。这样，在开放经济运行的特定区间便会出现内外均衡难以兼顾的情形。这一情况被称为"米德冲突"(Meade Conflict)。例如，在开放条件下，经济可能面临着如表1-3所示的内外经济状况的组合(假定失业与通货膨胀是两种独立的情况，外部均衡就是经常项目平衡)。

表1-3 固定汇率制下内部均衡与外部均衡的搭配与矛盾

内部经济状况	外部状况
经济衰退/失业增加	国际收支逆差
经济衰退/失业增加	国际收支顺差
通货膨胀	国际收支逆差
通货膨胀	国际收支顺差

在表1-3中，第一种和第三种情况意味着内外均衡之间的一致。以第二种情况为例，为实现经济的内部均衡，显然要求政府采取增加社会总需求的措施进行调控，这便会导致进口相应增加，在出口保持不变时，就会使原有的国际收支顺差得以改变而趋于平衡。这样，政府在采取措施实现内部均衡的同时，也对外部均衡的实现发挥了积极影响，因此是

内外均衡一致的情况。而第一种、第四种情况意味着内外均衡的冲突，因为政府在通过调节社会总需求实现内部均衡时，会引起外部经济状况距离均衡目标更远。

可见，在米德的分析中，内外均衡的冲突一般是在固定汇率下，失业增加、经常项目逆差或通货膨胀、经常项目盈余这两种特定的内外经济状况组合。

当然，浮动汇率制度下内外均衡冲突的性质及表现形式与固定汇率制度下会有很多不同。为区别起见，我们把米德分析中的与开放经济特定运行区间相联系的内外均衡之间的冲突称为“狭义的内外均衡冲突”，而将一般情况下的实现某一均衡目标的努力对另一均衡目标的干扰或破坏称为“广义的内外均衡冲突”。

固定汇率制度下造成内外均衡冲突的原因有以下三种情况。

(1) 国内经济条件的变化。例如，在一国经济处于内外均衡时，该国消费者的消费偏好发生了更倾向于购买本国产品的转变。这种转变一方面增加了国内产品的需求，造成通货膨胀压力，另一方面又导致了经常项目顺差的增加。

(2) 国际间经济波动的传递。这种传递可分为实物性与金融性两类。首先看一下实物性波动的传递。假定 A、B 两国互为对方的贸易伙伴，当 B 国国内需求收缩、经济陷于衰退时，B 国对 A 国产品的进口就会下降。对于 A 国来说，这会导致经常项目赤字的增加，同时出口的下降又会造成总需求的不足，带来经济衰退。从金融性波动来看，如果国际金融市场上的利率上升，则本国为了维护资金流动和汇率的稳定，势必要求提高国内利率，而这会对国内经济产生紧缩作用，干扰或破坏国内不均衡目标的实现，从而产生内外均衡相互冲突的问题。

(3) 与基本经济因素无关的国际资金的投机性冲击。国际资金流动问题尤其是其中的投机性资金流动问题在 20 世纪 80 年代以来对一国经济的内外均衡产生了越来越大的影响。例如，当预期一国货币即将贬值时，政府必须提高利率以补偿预期的贬值率，维持资金流动的稳定，但这会给国内经济带来很大的冲击，影响内部均衡目标的实现。值得指出的是，这种资金的投机性流动往往与经济基本面无关，具有自我实现的特点。

因此，在开放经济的条件下，内部均衡与外部均衡是相互影响的，它们之间存在着非常复杂的关系。当政府采取措施努力实现某一均衡目标时，可能会同时造成开放经济另一均衡目标问题的改善，也可能对另一均衡问题造成干扰或破坏。一般我们将前者称为内外均衡的一致，后者称为内外均衡之间的冲突。为了解决这一矛盾，政策搭配就应运而生了。

4. 内外均衡矛盾政策调节的基本原理

如前所述，开放经济的政策目标包括内部均衡与外部均衡两部分，如果仍像封闭条件下一样，单纯运用控制社会需求总量的政策进行调控，会在很多情况下造成内外均衡之间的冲突。由此，蒙代尔提出他的“分派原则(Assignment Rule)”，又称“有效市场分类原则”。这一原则的含义是：每一目标应当指派给对这一目标有相对最大的影响力，因而在影响政策目标上有相对优势的工具。如果在指派问题上出现错误，则经济会产生不稳定性而距均衡点越来越远。根据这一原则，蒙代尔区分了财政政策、货币政策在影响内外均衡上的不同效果，提出以货币政策实现外部均衡目标、财政政策实现内部均衡目标的指派方案。

蒙代尔对于政策调控的研究基于这样一个出发点：在许多情况下，不同的政策工具实际上掌握在不同的决策者手中，例如，货币政策的制定隶属于中央银行的权限，财政政策

则有财政部门掌管。如果决策者不能紧密协调这些政策，而是独立地进行决策的话，就不能实现最佳的政策目标。蒙代尔得出的结论是：如果每一个工具都被合理地指派给一个目标，并且在该目标偏离其最佳水平时按规则进行调控，那么在分散决策的情况下仍有可能实现最佳调控目标。

蒙代尔提出用特定的工具实现特定的目标这一指派问题，丰富了开放经济的政策调控理论，它与丁伯根法则一起确立了开放经济下政策调控的基本思想，即针对内外部均衡目标，确定不同政策工具的指派对象，又尽可能地进行协调以同时实现内外均衡。一般说来，将这种政策间的指派与协调称为“政策搭配”。

5. 内外均衡政策搭配案例

根据政策配合理论的基本思想，西方经济学家在研究中提出了不同的政策搭配方法。其中，蒙代尔提出了用财政政策和货币政策的搭配来解决内部均衡和外部均衡的矛盾；W.索尔特(W. Salte)和 T.斯旺(T.Swan)提出用支出转换政策和支出增减政策的搭配来解决开放宏观经济中的这对矛盾。现将这两种比较有影响的搭配方法介绍如下，以开阔视野。

1) 财政政策与货币政策的搭配

蒙代尔认为，财政政策对国内经济的作用通常大于对国际收支的作用，而货币政策则对国际收支的作用较大。因此，他提出以财政政策的推行来促进内部平衡；以货币政策的推行来促进外部平衡。

蒙代尔是以预算作为财政政策的代表(用横轴表示)，以利率作为货币政策的代表(以纵轴表示)，来论述其搭配方法的，如图 1.5 所示。

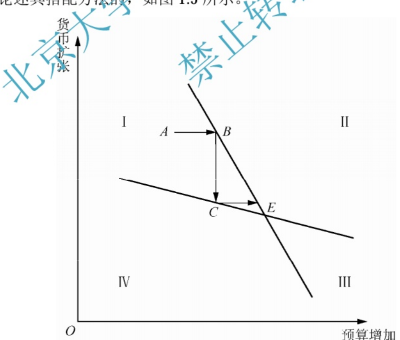


图 1.5 财政政策与货币政策的搭配

在财政政策和货币政策的搭配图中，*IB* 曲线表示内部均衡，在这条线上国内经济达到均衡。在这条线的左边，国内经济处于衰退和失业增加状态；在这条线的右边，国内经济处于膨胀状态。*EB* 曲线表示外部平衡，在这条线上，国际收支达到平衡。在这条线的上边，表示国际收支逆差；在这条线的下边，表示国际收支顺差。沿预算轴线向右移动，表示财

政政策扩张、预算增加；向左移动，表示财政政策紧缩、预算削减。沿利率(代表货币政策)轴线向上移动，表示货币政策的扩张、银根放松；向下移动，表示货币政策紧缩、银根收进。*IB* 曲线比 *EB* 曲线更为陡峭，是因为蒙代尔假定：相对而言，预算对国民收入、就业等国内经济变量影响较大，而利率则对国际收支影响较大。

在上述假定条件下，蒙代尔认为，当国内宏观经济和国际收支都处于失衡状态时(如区间Ⅰ的 *A* 点)，应采取财政政策解决经济衰退问题，扩大预算，使 *A* 点向 *B* 点移动。同时，采取紧缩的货币政策解决国际收支问题，使 *B* 点向 *C* 点移动。扩张性财政政策和紧缩性货币政策的如此反复搭配使用，最终会使 *A* 点切近 *E* 点。在 *E* 点上，表示国内经济达到均衡和国际收支达到平衡，即国际收支均衡。

上述政策搭配的原理可同样推广到区间Ⅱ、区间Ⅲ和区间Ⅳ，见表 1-4。

表 1-4 财政政策与货币政策的搭配

区　间	经济状况	财政政策	货币政策
Ⅰ	失业、衰退/国际收支逆差	扩张	紧缩
Ⅱ	通货膨胀/国际收支逆差	紧缩	紧缩
Ⅲ	通货膨胀/国际收支顺差	紧缩	扩张
Ⅳ	失业、衰退/国际收支顺差	扩张	扩张

2) 支出转换政策与支出增减政策的搭配

支出转换政策与支出增减政策的搭配，是由斯旺提出的，可用图 1.6 来加以说明。

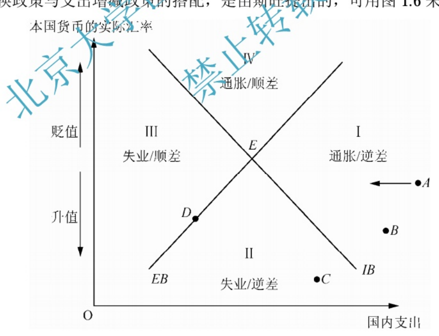


图 1.6 支出转换与支出增减政策的搭配

在图 1.6 中，横轴表示国内支出(消费、投资、政府支出)，政府的支出增减政策可以明显影响国内支出总水平。纵轴表示本国货币的实际汇率(直接标价法)，单位外币折合的本币数上升，表示本币贬值。

IB 曲线(内部均衡)代表实际汇率与国内吸收结合，以实现内部均衡(充分就业与价格稳定)。该线从左到右向下倾斜，因为汇率上升将减少出口，增加进口，所以要维护内部均衡

就必须增加国内支出。在 *IB* 曲线的右边，有通货膨胀压力，因为在汇率一定时，国内支出大于维持内部均衡所需要的国内支出；在 *IB* 曲线的左边，有通货紧缩压力，因为国内支出小于维持内部均衡所需要的国内支出。

EB 曲线(外部均衡)表示实际汇率与国内支出结合以实现外部均衡，即经常项目的收支平衡。该线从左到右向上倾斜，这是因为汇率降低会增加出口，减少进口，所以要防止经常项目收支出现顺差，就需要扩大国内支出，抵消进口的减少。*EB* 曲线的右边，国内支出大于维持经常项目平衡所需要的国内收支，结果出现经常项目收支逆差；*EB* 曲线的左边，国内支出小于维持经常项目平衡所需要的国内支出，就会出现经常项目收支顺差。

当开放宏观经济处于失衡状况时，如区间Ⅰ的 *A* 点，此时就需要削减国内支出，压缩总需求，以减轻通货膨胀和国际收支逆差的压力，*A* 点向 *E* 点方向切近。但若开放宏观经济的失衡不是对称地处于 *EB* 和 *IB* 之间，而是在区间Ⅰ的 *B* 点、区间Ⅱ的 *C* 点，政策搭配就变得十分必要。在 *B* 点，为达到经常项目收支平衡，必须大幅削减支出，使 *B* 点向 *D* 点移动。这样，虽说外部失衡趋于减少，内部经济却进入衰退和失业，因此必须同时实行汇率降低的支出转换政策；同理，在 *C* 点，单单使用支出增减政策或支出转换政策，也无法使 *C* 点向 *E* 点方向切近。因此，应当搭配使用这两种政策，针对不同的内、外失衡情况，使用不同的政策搭配。基本思路是，利用支出增减政策谋求内部均衡，而利用支出转换政策谋求外部均衡的实现。

财政政策与货币政策的搭配，以及支出增减政策与支出转换政策的搭配，仅仅是政策搭配的两个范例，实际经济生活远远比理论上的论述要复杂得多。在决定政策取向时，不仅要考虑本国经济的需要，还要顾及外国可能做出的反应。例如，在前面的论述中，假定了经济衰退和通货膨胀是两种独立的情况，但实际上，它们有可能同时存在，即“滞涨”现象(意指停滞膨胀，stagflation)。这时，政策搭配的任务就要复杂得多。政策工具的数目也可能超过两个。又如，货币贬值可能引起他国的报复，因此，理论上应否采用贬值与实际上能否采用贬值有时并不一致，这也给国际收支的政策调节带来复杂性。

1.4 西方国际收支理论

西方国际收支理论是国际经济学中的重要理论，它研究国际收支的决定因素、国际收支失衡的原因及消除国际收支失衡的调节方法等基本问题。它起源于15～16世纪重商主义时期，20世纪30-40年代后，在经济学界先后出现了弹性论、乘数论、吸收论及货币论等有关国际收支学说。这些理论不仅丰富了国际金融理论，而且为各国政府调节国际收支状况、维持内外经济的均衡与协调发展提供了理论依据。

1.4.1 价格-铸币流动机制

1. 价格-铸币流动机制的主要内容

价格-铸币流动机制是古典政治经济学代表人物大卫·休谟于1752年在《论贸易平衡》一书中提出的，被认为是第一个系统分析国际收支运动规律的理论学说。更重要的是，它在一百多年后的国际金本位制度(Gold Standard System，1880—1914)下受到广泛的推崇和运用，达到鼎盛时期。

国际金本位制度时期实行严格的固定汇率制度，各国货币都有含金量(gold content)规定，要根据持有的黄金准备发行货币，以保证货币的可兑换性。同时，允许黄金自由输出入，对黄金或外汇的买卖不加限制。黄金作为最终清偿手段，执行国际货币的职能。

正是基于上述这些条件确立了金本位制度下的国际收支自动调节机制。大卫•休谟认为，进出口数量主要取决于国内外商品的相对价格。于是，就实现了由以下 4 个环节相互衔接而成的价格-铸币流动机制：①物价水平与进出口数量；②国际收支与黄金数量；③黄金准备与货币供应量；④货币供应量与物价水平。该机制的作用过程可以简要概括为：

国际收支逆差→黄金输出→货币供应量减少→物价水平下降→出口增加，进口减少→国际收支改善→黄金输出放缓，直至国际收支平衡→黄金停止输出，货币达到新的均衡。

国际收支顺差→黄金输入→货币供应量增加→物价水平上升→出口减少，进口增加→国际收支改善→黄金输入放缓，直至国际收支平衡→黄金停止输入→货币达到新的均衡。

2. 对价格-铸币流动机制的评价

价格-铸币流动机制理论的重要贡献在于，该理论否定了传统的重商主义认为只要维持贸易顺差，一国就能维持金银、财富积累的论断；同时也消除了各国对贸易逆差一定会发生黄金、财富永久性流失的恐惧；并从货币数量的角度出发，揭示了国际收支与货币数量及物价变动三者之间存在的一种自动循环、互相制约的内在联系，系统阐述了市场机制对国际收支的自动调节作用。

价格-铸币流动机制理论也有其局限性，该理论只考虑了货币数量，而未考虑其他因素对国际收支的影响，而且是一种只适用于金本位制度的国际收支调节理论。它有严格的适应条件，如没有资本流动、实行自由贸易和公平交易、进出口商品均有较大的供需弹性、各国严格执行金本位制度等。

阅读材料 1-1

国际金本位制结束后的国际经济环境

第一次世界大战爆发后，参战各国相继停止了本币与黄金的自由兑换以及黄金的跨国流动，国际金本位制度宣告终结。而这时，全世界大约 2/3 的黄金都集中在英、美、法、德、俄五国。中小国家缺乏充足的黄金储备，不得不依赖发行银行券以提供通货。黄金储备较多的工业国家因为实行战时经济政策，也要依靠银行券解决通货不足的问题，银行券的数量远远超过流通中所需要的货币数量，货币可兑换性同样受到威胁。虽然战后在主要国家间也曾短暂实行过金块本位制和金汇兑本位制，但是终因各国国内经济恶化和国际收支困难而导致恢复金本位制度的多方努力最终失败。20 世纪 30 年代世界经济大危机后，垄断 控制了经济命脉，自由市场机制遭到破坏，失业问题严重。但由于工资、物价等具有刚性特征，各国无法通过货币数量变动牵引价格从而调节国际收支逆差，只能直接宣布本币对外币贬值以增强本国商品的国际竞争力。一时间，主要国家间的汇率战、货币战愈演愈烈，与临为壑的经济政策思想甚嚣尘上。本币贬值是否一定可以改善国际收支？弹性分析理论为各国政策制定者提供了新的思路。

(资料来源：陈雨露．国际金融[M]．北京：中国人民大学出版社，2008.)

1.4.2 弹性分析理论

弹性分析理论产生于 20 世纪 30 年代，是由英国经济学家阿尔弗雷德•马歇尔(Alfred Marshall)首次提出，后经英国经济学家琼•罗宾逊(Joan Robinson)和美国经济学家 A.勒纳(A.

Lerner)等人补充、发展而形成的。它是一种适用于纸币流通制度的国际收支调节理论。弹性分析理论以金本位制度崩溃后的浮动汇率制度为基础，分析一国当局所实行的货币贬值对该国国际收支差额的影响，它着重于由汇率贬值来改善贸易逆差所需的弹性条件和汇率贬值对于贸易条件影响这两方面的研究。

1. 弹性分析理论的主要内容

经济学中所谓弹性是指一个经济变量变动对另一个经济变量变动的反应程度。弹性分析理论认为汇率变动所引起的进出口商品相对价格变动，能否促进进出口规模发生变化，主要取决于进出口商品供求弹性对国际市场供求关系的机制作用。所谓进出口商品供求弹性是指进出口商品供求数量对进出口商品价格的反应程度。弹性大，说明进出口商品价格能在较大程度上影响进出口商品供求数量；弹性小，说明进出口商品的价格变化对进出口商品供求数量的影响较小。

1) 前提条件

弹性分析理论研究的是贸易收支的均衡条件，贸易收支的均衡条件对整个国际收支均衡而言是一种局部均衡，它成立的前提条件如下。

(1) 贸易商品的供给价格弹性几乎为无穷大，只考虑需求弹性变化对国际收支的影响。

(2) 没有资本流动，国际收支等于贸易收支。

(3) 其他条件不变，即收入水平、偏好、其他商品价格不变，只考虑汇率变化对贸易收支的影响。

(4) 以国际收支均衡为初始状态。

2) 基本观点

如果一国采取汇率变动的办法来调节国际收支逆差，则本币贬值会引起进出口商品的相对价格变动。即本币贬值后使得单位外币兑换的本币比以前多，因此在出口商品的本币价格不变的情况下，以外币表示的出口商品价格就比以前低；同时，在进口商品的外币价格不变的情况下，以本币表示的进口商品价格就比以前高。如果进出口商品的需求弹性足够大，则出口商品相对价格的降低会刺激出口需求量的大量增加，从而使出口收入增加；而进口商品相对价格的上升会抑制进口需求，从而大量减少进口，导致进口支出减少，因而国际收支逆差得以改善。但是，如果进出口商品的需求弹性不够大，本币贬值就不能起到改善国际收支的作用。

3) 马歇尔-勒纳条件

弹性分析理论认为进出口商品供求的4个弹性，即出口商品的需求弹性、出口商品的供给弹性、进口商品的需求弹性和进口商品的供给弹性与贸易收支的改善有密切关系。由于进出口商品的供给弹性在假定的前提中已经给定为无限大，因而本币贬值的效果取决于需求弹性。需求弹性是指价格变动所引起的进出口商品数量的变动，如果数量变动大于价格变动，即需求弹性大于1；数量变动小于价格变动，即需求弹性小于1。当货币贬值国家的进口需求弹性大于阿(进口减少)与出口需求弹性大于1(出口增加)时，货币贬值国家才能取得贸易收支的改善。

如果以E_x代表出口商品需求弹性，E_m代表进口商品需求弹性，一国汇率贬值会出现3种不同结果：

(1) 出口商品需求弹性大于价格变动，即 $E_x>1$；而进口商品需求弹性小于价格变动，即 $E_m>0$ 时，两者之和大于 1，即 $E_x+E_m>1$ 时，贬值可以增加出口，减少进口，改善贸易收支。

(2) 当 $E_x<1$、$E_m<1$，即 $E_x+E_m=1$ 时，贬值会使进出口商品数量发生变化，但进出口金额不变，贸易收支逆差不会改变。

(3) 当 $E_x+E_m<1$ 时，贬值导致出口收入下降，而且出口收入的金额小于进口支出的金额，贸易收支进一步恶化。

由此可见，上述第一种情况是采取贬值达到改善贸易收支的必要条件，这一条件就是著名的“马歇尔-勒纳条件”，在第二、第三种情况下，则不宜采取贬值手段调节贸易收支逆差，而应采取产业结构调整政策，从根本上改善贸易收支状况。

4) J 曲线效应

现实中，供求双方的因素使得进出口对汇率变动的反应是渐进的，即使在马歇尔-勒纳条件成立的情况下，贬值也不能马上改善贸易收支。相反，货币贬值的开始一段时间，贸易收支反而恶化。在经过一段时间以后，待出口供给(这是主要的)和进口需求作了相应的调整后，贸易收支才慢慢开始改善，整个过程用曲线描述出来，成字母 J 形，如图 1.7 所示。故在马歇尔-勒纳条件成立的情况下，本币贬值后会使本国贸易收支先恶化再改善的现象，即贬值对贸易收支改善的时滞效应，被称为“J 曲线效应”。产生时滞的原因有两个，具体如下。

(1) 在货币合同阶段，由于进出口合同都是事先签订的，进出口商品的价格和数量不会因本币贬值而发生改变，因此，以外币表示的贸易差额就取决于进出口合同所使用的计价货币。如果进口合同以外币定值，出口合同以本币定值，那么本币贬值必定会恶化该国的贸易收支。

(2) 即使在贬值后签订的贸易协议，出口增长仍然要受认识、决策、资源、生产周期等的影响，即受以下几种滞后的制约：认识滞后，是指新的价格信息不能立即为交易双方所掌握；决策滞后，是指贸易商需要时间来判断价格变化的重要性以便做出决策，订购新的商品和劳务；替代滞后，是指在订购新商品之前先要耗用完库存商品或报废掉目前尚有价值的机器设备；生产滞后，是指增加或转产商品和劳务需要有一个过程。至于进口方面，进口商有可能会认为现在的贬值是以后进一步贬值的前奏，不仅不减少进口反而加速进口。

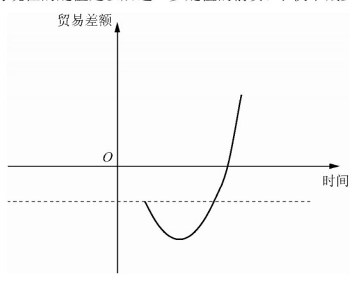


图 1.7 贬值的 J 曲线效应

2. 对弹性分析理论的评价

弹性分析理论产生于20世纪30年代大萧条和金本位制度崩溃时期。由于它迎合了当时西方各国政府制定政策的需要，弥补了古典国际收支理论失效后西方国际收支调节理论上的空白，并且取得了一定的实际效果，因此被经济学界广泛接受。这一理论的重要贡献在于，它指出采取本币贬值的办法不一定能够改善国际收支，纠正了那种认为本币贬值就一定能够改善国际收支的片面看法。尤其是该理论给出的以本币贬值改善国际收支的必要条件——马歇尔-勒纳条件，对各国国际收支的调节有重要的理论和现实意义。弹性分析理论的局限性如下。

(1) 马歇尔-勒纳条件的实现，受“J 曲线效应”的制约，贸易收支的改善有一定时间的滞后。

(2) 弹性分析理论把国际收支仅局限于贸易收支，没有考虑劳务进出口和国际间的资本移动。

(3) 弹性分析理论以非充分就业为条件，因而做出了供给弹性无限大的假定。这种假定使该理论有很大的局限性：它只适用于周期的危机和萧条阶段，而不适用于周期的复苏与高涨阶段。

(4) 弹性分析理论采用局部均衡，就是假定其他条件不变。然而，实际上其他条件并非不变，无论是世界经济还是一国的经济系统都是一个统一的、互相联动的整体。

1.4.3 吸收分析理论

吸收分析理论形成于20世纪50年代，是由詹姆斯·米德和西德尼·斯图尔特·亚历山大(Sidney Stuart Alexander)在凯恩斯理论的国民收入方程式的基础上提出来的。

1. 吸收分析理论的主要内容

根据约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)分析，国民收入均衡公式是“国民收入＝消费＋投资＋政府支出”，即“收入＝支出”。但这是以封闭型经济作为考察对象的，如果把对外贸易包括在内，则国民收入均衡公式成为

$$Y=C+I+G+(X-M)$$

式中：Y 为国民收入；C 为私人消费；I 为私人投资；G 为政府支出；X 为出口收入；M 为进口支出。

从上式可推导出：

$$X-M=Y-(C+I+G)$$

式中：$X-M$ 为贸易收支，吸收理论将国际收支抽象化为贸易收支，现以 B 来表示；$C+I+G$ 为国内支出(亚历山大将支出称为吸收，吸收理论因此得名)，现以 A 来表示总吸收，这样 $Y=C+I+G+(X-M)$式可改写为

$$Y=A+B$$

移项后可得出：

$B=Y-A$。这个式子表明以下含义：

第一，国际收支＝总收入－总吸收

第二，总收入如与总吸收相等则国际收支平衡；总收入如大于总吸收则国际收支呈顺

差；总收入如小于总吸收则国际收支呈逆差。

第三，方程式左端 B 为果，右端 $Y-A$ 为因。

因此，吸收分析理论认为国际收支不平衡的根本原因在于国民收入与国民支出的总量失衡，这需从收入一方或支出(吸收)一方加以调节。这就是说国际收支顺差($Y>A$)时，则实施减少总收入(Y)或增加总吸收(A)的政策措施，以平衡国际收支；当国际收支逆差($Y<A$)时，则实施增加总收入(Y)或减少总吸收(A)的政策措施来改善国际收支。

2. 吸收分析理论调节国际收支的政策

吸收分析理论根据一国经济是否达到充分就业的具体情况，分别采取以下两种不同的政策来调节国际收支。

1) 国内充分就业，采取支出变更(增减)政策

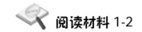
充分就业意味着没有闲置资源，增加总收入只会导致通货膨胀。因此，只能用减少国内总吸收的办法来调节国际收支。因此，吸收理论主张采取通过减少本国居民的投资和消费支出的支出变更政策来调节国际收支逆差。具体地，支出变更政策涉及 3 种政策措施：紧缩性货币政策、紧缩性财政政策和收入管制政策。紧缩性货币政策指存款准备金率、再贴现和公开市场业务等货币数量控制工具。紧缩性财政政策有减支和增收两方面，包括政府支出政策、政府购买政策、公共福利政策、税收政策和税收征管政策。收入管制政策包括最低收入保障制度、收入分配政策、工资管制政策等。支出变更制度的作用主要在两个方面：一是直接减少进口支出，改善国际收支；二是减少国内总需求，降低通货膨胀水平，增强本国商品价格优势，促使出口增加、进口减少，从而改善国际收支。由于支出变更政策在改善国际收支的同时，对国内需求也具有遏制作用，所以成为高通货膨胀国家主要的国际收支调节手段。当然，支出变更政策能否生效，也要受支出对收入的影响程度、资源平滑转移机制、支出减少中进口品比重等具体因素的限制。

2) 国内未充分就业，采取支出转换政策

未充分就业意味着国内尚有闲置资源可以利用，总产出尚未达到最高水平，这时，政府有关部门则可采取支出转换政策。根据政策内容，可以划分为一般性政策和选择性政策。一般性政策是指汇率政策(或称货币贬值政策)，选择性政策主要指贸易管制政策，包括关税、出口补贴、进口限制等。实行固定汇率的国家，无法使用一般性政策，只能求助于贸易管制政策，直接限制居民对商品和劳务的选择自由。但是这种以行政命令方式出现的政策措施，容易遭受贸易对手国的谴责和报复，也有悖于国际贸易自由化的历史潮流。所以除非支出变更政策难以奏效，否则不宜过度依赖贸易管制。实行浮动汇率制度的国家，汇率随行就市为政府引导汇率变动奠定了基础。货币贬值具有隐蔽性和间接性，受到政府的广泛青睐，所以国际金融舞台上的汇率战频频发生。

3. 对吸收理论的评价

吸收分析理论的重要贡献在于，该理论建立在凯恩斯宏观经济学基础之上，采用一般均衡分析的方法，将国际收支和整个国民经济的诸多变量联系起来进行分析，从而克服了弹性分析理论局部均衡分析的局限。这个理论的明显缺陷是忽视了在国际收支中处于重要地位的国际间资本流动等因素。



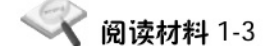
阅读材料 1-2

支出减少政策的限制因素

(1) 支出对收入的影响程度。不同的支出结构下，等量支出减少所引致的收入下降幅度存在很大差异。假定减少的支出全部是消费品，则引致减少的收入等于减少的支出，收入下降幅度较小。但如果减少的支出全部是投资品，则根据外贸乘数理论，引致减少的收入将数倍于支出减少数量，国民收入下降幅度较大。当引致收入减少超过了支出减少数量时，不仅国际收支差额无法得到改善，还会激化失业矛盾，使支出减少政策以失败告终。

(2) 资源平滑转移机制。支出减少政策的实施会引致出现部分闲置生产资源，如果能够用于出口品或进口替代品的生产，则有利于国际收支改善。然而在计划体制或者资本市场欠发达的国家和地区，闲置资源难以顺利转移，出口供给弹性表现出刚性特征，出口规模难以扩大，不利于国际收支改善，甚至可能因失业增加而陷入更加困难的境地。

(3) 支出减少中进口品比重。支出减少中进口品所占比重越高，改善等量国际收支逆差所需减少的支出总额就越小，对收入、就业产生的副作用也相对较小。如果支出减少完全表现为国内商品，而且闲置下来的资源无法及时、顺利地实现转移，也会导致支出减少政策彻底失效。



阅读材料 1-3

货币贬值的收入效应与吸收效应

在分析本币贬值的国际收支效应时，吸收分析理论较弹性分析理论有了进一步的发展。

在肯定弹性分析的基本观点之外，吸收理论更将贬值对进出口的影响与相应发生的国民收入变动联系起来，认为贬值对国际收支的调节机制由收入效应和吸收相应两部分组成。如果进出口供求弹性满足马歇尔-勒纳条件，本币贬值将增加出口，减少进口。由外贸乘数理论可知，进出口的这种变动将引起国民收入总量的倍数变动，产生贬值的直接收入效应。总收入增加，消费、储蓄、进口则分别根据边际消费倾向、边际储蓄倾向和边际进口倾向而不同程度地增加，随着储蓄增量部分或全部地转化为投资，收入增长势必带来消费、投资的增加，这部分引致增加的吸收被定义为贬值的间接吸收效应，可以部分冲销直接收入效应。

不难发现，货币贬值能否有效地调节国际收支，主要由3个因素共同决定：①贬值对收入的直接影响；②贬值后收入对吸收的引致程度，取决于边际吸收倾向；③贬值对吸收的直接影响。

所以，贬值的国际收支效应完全取决于宏观经济状况、资源配置情况及本国的吸收倾向。当经济尚未实现充分就业、资源配置尚未优化、吸收倾向小于1时，贬值的收入效应较为显著。反之，若经济已经达到充分就业、资源完成优化配置且吸收倾向大于1，则贬值主要引起吸收效应。具体的，贬值的收入效应主要包括闲置资源效应、贸易条件效应和资源配置效应，吸收效应则由现金余额效应、收入再分配效应和货币幻觉效应构成。

(1) 闲置资源效应。这是贬值的收入效应中最重要的一个，因为如果来自国外的需求因本币贬值而增加，本国能否保证出口品的充分供应就成为出口增长的最大制约。

本币贬值→出口增加，进口减少→闲置资源启用→通过外贸乘数作用，国民收入成倍增长→国际收支改善。

(2) 贸易条件效应：

本币贬值→贸易条件恶化→实际国民收入下降→吸收减少→进口减少，出口增加→国际收支改善。

(3) 资源配置效应。

本币贬值→出口增加，进口减少→出口生产部门和进口替代部门的利润上升→国内资源重新配置→国民收入提高→国际收支改善。

(4) 现金余额效应。这是货币贬值最重要的吸收效应，因为它既作用于商品市场，又同时作用于货币资本市场:

本币贬值→国内物价总水平上涨→手持现金余额增加→消费减少→商品与劳务进口下降→贸易收支改善。

本币贬值→国内物价总水平上涨→手持现金余额增加→货币市场供求改变，利率上升→投资减少，居民出售外汇资产→资本流入→资本账户改善。

(5) 收入分配效应:

本币贬值→国内物价总水平上涨→国民收入向利润收入者及政府部门转移→吸收倾向下降→吸收总量减少→国际收支改善。

(6) 货币幻觉效应:

本币贬值→由进口品开始国内物价轮番上涨→出现货币幻觉→消费与投资下降→吸收总量减少→国际收支改善。

1.4.4 货币分析理论

20 世纪 60 年代末到 70 年代初，西方各国出现的“滞涨”局面，使凯恩斯主义者受到沉重打击，取而代之的是货币主义的兴起。芝加哥大学的罗伯特·蒙代尔和哈里·约翰逊(Harry Johnson)等人将货币主义的一般观点和一般均衡分析方法运用于国际收支领域，产生了带有货币主义学派鲜明特征的国际收支货币分析理论。

1. 货币分析理论的主要内容

货币分析理论认为国际收支是一种货币现象，强调货币供给与货币需求之间的关系在国际收支不平衡的产生和调节过程中的作用。

货币分析理论的观点是，国际收支失衡的根本原因在于国内货币需求与货币供给失衡，当人们对货币的需求增加，或者货币当局限制国内信贷，造成货币需求大于货币供给时，这部分超额货币需求将通过外国货币的流入得到满足，从而引起国际收支顺差。反之，当一国居民的货币需求减少，或者货币当局因政策需要而放松国内信贷，造成货币需求小于货币供给时，超额货币供给必然流向国外，导致国际收支逆差。

从现代信用货币的双层次创造机制来看，开放经济的货币供给都大致可以划分为由国内信用创造部分(D)和与国际储备相联系部分(R)。所以名义货币供给的理论公式为

$$M_s = D + R$$

货币市场实现均衡要求 $M_s = M_d$，即

$$M_d = D + R$$

移项后直接得到:

$$R = M_d - D \quad (M_d\text{为名义货币需求})$$

这表明国际储备水平主要取决于供给中的国内信用，及其与货币需求相比较的结果。由于一国货币需求在一定时期内是稳定的，所以国际储备的增减变化取决于由中央银行或政府控制的国内信用创造的多少。同时，国际储备的增减变化对一国货币供给量的大小又有自动调节功能。

如果一国一定时期内货币供给大于货币需求，则会引起物价上涨甚至通货膨胀，因而不利于出口，有利于进口，出现贸易逆差；同时，货币供给过多，还可能导致利率下降，

资本外流，出现资本账户逆差，从而导致国际收支逆差。而国际收支逆差使国际储备减少，又会自动调节国内货币供给，使得外汇占款构成的本币投放减少，因而减少货币供给量，引起物价下跌。

货币分析理论的基本结论：国际收支是一种货币现象；货币供给是国际收支调节的最终力量和根本力量。主张通过控制货币供应量的增长，来调节国际收支的不平衡。

2. 对货币分析理论的评价

货币分析理论的观点有以下一些特点：第一，它实际上是大卫·休谟的价格—铸币流动机制理论在现代条件下的进一步发展，是新的国际收支自动平衡理论；第二，它比弹性分析理论和吸收分析理论的进步之处是，考虑到了资本的国际间移动对国际收支的影响；第三，它使人们在国际收支的分析中开始重视货币因素，强调国际收支的顺差或逆差会引起货币存量的变化，从而影响一国的经济。

货币分析理论也有以下局限性：第一，过于强调货币因素对国际收支的影响，认为货币供给是导致国际收支失衡的唯一因素，而忽视了对收入水平、支出政策等实物因素的分析，颠倒了因果关系；第二，仅仅注重货币存量分析，认为货币市场均衡，国际收支就会平衡，然而商品市场、流量因素也将对国际收支产生影响，即使货币市场均衡，国际收支也可能出现逆差；第三，货币分析理论的假设前提存在问题，如假设货币需求稳定不变、货币供给不影响产出、一价定律成立等。

1.5 我国的国际收支

1.5.1 我国国际收支的概述

1. 新中国成立后到20世纪70年代

在传统的计划经济体制下，由于商品经济和市场调节的作用被忽视，帝国主义的封锁，我国对外经济的范围和程度极其狭小，只有少量的外贸和少量经济援助(无息或低息的)，没有对外资本往来。在新中国成立后的相当长时期内，我国都未编制国际收支平衡表，在实践中注意外汇收支平衡，而只编制国家外汇收支平衡表。就外汇收支平衡表的内容来说，它是建立在狭义的国际收支概念基础上的，即仅反映我国在报告期内已发生的外汇收支情况，而不能反映我国对外经济交往的全部内容，因为它仅包括已实现外汇收支的国际经济交易，而不包括已经发生的及未实现外汇收支的国际经济交易。

2. 20世纪70年代末至80年代初

1978年十一届三中全会后，我国对外贸易和非贸易收支取得了巨大发展：从引进外资开始到对外投资的出现，我国与国外私人、政府、国际金融机构已有广泛的金融关系，这样，国际收支中的资本项目日益重要；完整的国际收支概念产生了，通过国际收支平衡表全面考察我国对外经济关系和国际经济地位成为必要；加之我国于1980年4月和5月分别恢复了在国际货币基金组织和世界银行的合法地位，依照国际货币基金组织的要求，我国有义务向其报送我国的国际收支平衡表。这样，1981年6月，我国国家进出口管理委员会(现已撤销合并)、国家外汇管理总局(现为国家外汇管理局)、中国银行总行、国家统计局等

单位联合制定并公布了《国际收支统计制度》，在以往“国家外汇收支平衡表”的基础上，增加了资本项目，编制了我国国际收支平衡表。这是我国认识和处理国际收支问题的开端，它标志着我国已进入编制国际收支平衡表阶段。

3. 20世纪90年代以来

党的十四大召开以后，为了在社会主义市场经济条件下加强国际收支的宏观管理，中国人民银行于1993年12月28日发布了《关于进一步改革外汇管理体制的公告》，明确规定要加强对外汇收支和国际收支平衡情况及变化趋势的分析、预测，逐步完善我国国际收支的宏观调控体系。1996年12月，我国按照《国际货币基金组织协定》第八条款的要求，实现了经常项目下的货币可兑换。

1.5.2 我国国际收支的特点

改革开放以来，我国的国际收支呈现以下特点。

1. 国际收支规模迅速扩大

随着我国国际交往的扩大，我国国际收支总额(借方总额与贷方总额之和)1982年是521亿美元，1992年是2 334亿美元，2004年增加到13 227亿美元，2008年国际收支交易总规模达4.5万亿美元，2010年高达6.1万亿美元。

2. 贸易收支在我国国际收支中处于重要地位

1982年，我国贸易收支总额(出口贸易额与进口贸易额之和)为380亿美元，占国际收支总额的73%。2008年相应数字为30 257亿美元和67.2%。贸易收支在我国国际收支中处于重要地位，贸易收支状况往往决定着国际收支的状况。一般来说，如果贸易收支为顺差，则国际收支为顺差；贸易收支为逆差，则国际收支为逆差。

3. 资本输出入在国际收支中的地位日益重要

随着我国利用外资规模的扩大，资本和金融项目总额(借方总额与贷方总额之和)不断扩大，1982年仅为67.74亿美元，2008年增长到15207亿美元。20世纪90年代之后，中国已经初步形成了跨境资本双向流动的格局。

4. 早期国际收支顺差与逆差交替出现，以后长时间是双顺差局面

1982年和1983年，我国国际收支为顺差；1984—1986年国际收支连续3年出现逆差；1987年和1988年转为顺差；1989年出现逆差；进入20世纪90年代，国际收支状况基本良好，仅在1992年出现逆差，以后各年份均为顺差。特别需要指出的是，1994—2011年，我国国际收支经常项目和资本项目均呈顺差状态这一阶段即所谓的中国国际收支双顺差阶段。除1998年资本和金融项目出现60多亿美元的逆差外，双顺差持续了十几年，这种情况在全世界是绝无仅有的。

1.5.3 对我国国际收支双顺差的评价

持续大规模的双顺差在我国的经济发展历程上起着重要的作用，但也给经济金融的长期稳定与发展带来越来越多的困扰。

双顺差给我们带来很多有利的影响，如增加了我国的进出口额并且可以更好地参与国际化分工，大量的贸易顺差也解决了以往外汇紧缺的问题，中国企业可以对外进行投资，吸引外资对国内的投资也加快了中国现代化进程，提高了人民币在国际上的影响力，带动了我国经济的增长等。

但是双顺差也给我国带来了以下诸多不利的影响：

第一，持续的大量的顺差意味着外汇供给的增大，外汇储备增多，这既会形成对人民币升值的压力，也会加大通货膨胀的压力。

第二，长期国际收支的双顺差所积累的巨额外汇储备蕴含着较大的金融风险。由于资本具有趋利性，在未来当本外币利差、汇率预期等发生变化时，这些资金很有可能在一段时间内集中大规模出逃。我国用高环境成本和低价资源换回的大量顺差及屡创新高的外汇储备，往往又通过购买外国政府国债和公司债券等形式回流到发达国家，这些资金的回流，对于发达国家平衡国际收支和稳定本币汇率等起到了积极作用，但对于我国来说这并非是最优的选择。

第三，当顺差来自于大量资源输出时，会使经济增长对外需产生较大的依赖性，这就会刺激各种资源流向某些外向型加工产业，从而大大加剧经济的不平衡和产业的不平衡，影响国内经济结构的调整并将制约着我国经济的可持续发展。

第四，影响我国货币政策的独立性。外汇占款已成为我国央行投放基础货币的主要渠道，这样央行货币政策的主动性和独立性会降低，大量的货币供给会形成经济泡沫引发通货膨胀，事实上我国大量双顺差已经造成了一定程度的通货膨胀压力，这给宏观经济造成一系列不良影响。随着外汇占款持续不断的增长，货币政策操作的难度也随之增大。

1.5.4 我国的国际收支政策

自 1994 年外汇管理体制改革以来，除 1998 年资本项目出现少量逆差外，我国一直处于经常项目与资本项目双顺差的国际收支状态，这反映了国内经济稳定高速地增长和中国经济在当代国际经济中的竞争优势，但同时反映了我国国际收支处于不平衡状态，意味着我国宏观经济外部的不平衡，我国应该及时对其予以调整。

“十二五”规划纲要明确提出，国际收支趋向基本平衡是“十二五”时期经济社会发展的主要目标之一。我国将以科学发展为主题、加快转变经济发展方式为主线，通过调整经济结构，构建扩大内需长效机制，减少国际收支顺差，拓宽资金流出渠道，促进国际收支平衡。

阅读材料 1-4

2010 年中国国际收支状况

2010 年，全球经济总体呈现复苏态势，但在欧洲主权债务危机影响下，国际金融市场出现较大波动。我国继续加强和改善宏观调控，保持经济平稳增长。

2010 年，我国涉外经济总体趋于活跃，国际收支交易呈现恢复性增长，总体规模创历史新高，与同期国内生产总值之比为 95%，较 2009 年上升 13 个百分点，贸易、投资等主要项目交易量均较快增长。经常项目收支状况持续改善，顺差与国内生产总值之比为 5.2%，与 2009 年的比例基本持平，仍明显低于 2007 年和 2008 年的历史高点。国际收支统计口径的货物贸易顺差与国内生产总值之比为 4.3%，较 2009 年下

降 0.7 个百分点。主要受欧洲主权债务危机影响，我国资本和金融项目顺差年内呈现一定波动。境内市场主体的负债外币化倾向依然较强，外债规模有所上升，外汇贷款继续增加。

2010 年，我国经常项目顺差 3 054 亿美元，较上年增长 17%，2009 年为下降 40%；资本和金融项目顺差 2 260 亿美元，较上年增长 25%，2009 年为增长 8.5 倍。各主要项目情况如下。

1. 货物贸易顺差与 2009 年基本相当

2010 年，我国货物贸易进出口规模达到历史最高水平。但进口增速快于出口，货物贸易顺差未现大幅增长。按国际收支统计口径，2010 年货物贸易出口 15 814 亿美元，进口 13 272 亿美元，分别较上年增长 31%和 39%。货物贸易顺差 2 542 亿美元，较上年略增 2%。

2. 服务贸易逆差收窄

2010 年，服务贸易收入 1 712 亿美元，较上年增长 32%；支出 1 933 亿美元，较上年增长 22%；逆差 221 亿美元，较上年下降 25%。

3. 收益项目顺差大幅增加

2010 年，收益项目顺差 304 亿美元，较上年增长 3.2 倍。由于我国对外资产规模持续扩大，资收益净流入 182 亿美元，2009 年净流入 1 亿美元。同时，我国海外务工人员的劳务收入继续增加，2010 年职工报酬净流入 122 亿美元，较上年增长 70%。

4. 外国在华直接投资和我国在外直接投资均较快增长

2010 年，直接投资顺差 1 249 亿美元，较上年增长 78%。其中，外国在华直接投资持续净流入，全年达到 1 851 亿美元，较上年增长 62%。我国在外直接投资规模继续增加，2010 年净流出 602 亿美元，较上年增长 37%。

5. 证券投资净流入下降

2010 年，证券投资项下净流入 240 亿美元，较上年下降 38%。其中，我国对境外证券投资净流出 76 亿美元，2009 年为净回流 99 亿美元；境外对我国证券投资净流入 317 亿美元，较上年增长 10%。

6. 储备资产平稳增长

2010 年，剔除汇率、资产价格等估值因素影响，我国新增国际储备资产 4 717 亿美元，较 2009 年新增额扩大 18%。其中，外汇储备增加 4 696 亿美元，在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权增加 22 亿美元。

2011 年，我国国际收支仍将保持顺差格局。全球经济持续复苏，国际贸易和投资活动稳步回升，我国将继续吸引外资流入，利差、汇差等因素可能增加我国资本净流入。主要发达国家消费有待进一步提振，我国经济结构调整有所加快，内需将逐渐成为拉动经济增长的主要动力，贸易平衡状况可能有所改善。此外，宏观经济金融中的不稳定因素依然较多，国际收支运行可能呈现一定波动。

"十二五"规划纲要明确提出，国际收支趋向基本平衡是"十二五"时期经济社会发展的主要目标之一。下一阶段外汇管理工作将按照国家统一部署，积极配合实施稳健的货币政策，加快转变外汇管理理念和方式，深化外汇管理重点领域改革，积极防范跨境资金流动风险，促进国际收支基本平衡。

2010 年，我国的国际收支平衡表见表 1-5。

表 1-5　中国国际收支平衡表(2010 年)

单位：亿美元

项　　目	行　　次	差　　额	贷　　方	借　　方
一、经常项目	1	3 054	19 468	16 414
A．货物和服务	2	2 321	17 526	15 206
a．货物	3	2 542	15 814	13 272
b．服务	4	−221	1 712	1 933

续表

项　　目	行　次	差　额	贷　方	借　方
1．运输	5	-290	342	633
2．旅游	6	-91	458	549
3．通信服务	7	1	12	11
4．建筑服务	8	94	145	51
5．保险服务	9	-140	17	158
6．金融服务	10	-1	13	14
7．计算机和信息服务	11	63	93	30
8．专利权使用费和特许费	12	-122	8	130
9．咨询	13	77	228	151
10．广告、宣传	14	8	29	20
11．电影、音像	15	-3	1	4
12．其他商业服务	16	184	356	172
13．别处未提及的政府服务	17	-2	10	11
B．收益	18	304	1 446	1 142
1．职工报酬	19	122	136	15
2．投资收益	20	182	1 310	1 128
C．经常转移	21	429	495	66
1．各级政府	22	-3	0	3
2．其他部门	23	432	495	63
二、资本和金融项目	24	2 260	11 080	8 820
A．资本项目	25	46	48	2
B．金融项目	26	2 214	11 032	8 818
1．直接投资	27	1 249	2 144	894
1.1 我国在外直接投资	28	-602	76	678
1.2 外国在华直接投资	29	1 851	2 068	217
2．证券投资	30	240	636	395
2.1 资产	31	-76	268	345
2.1.1 股本证券	32	-84	115	199
2.1.2 债务证券	33	8	154	146
2.1.2.1(中)长期债券	34	19	128	110
2.1.2.2 货币市场工具	35	-11	25	36
2.2 负债	36	317	368	51
2.2.1 股本证券	37	314	345	32
2.2.2 债务证券	38	3	22	19
2.2.2.1(中)长期债券	39	3	22	19
2.2.2.2 货币市场工具	40	0	0	0
3．其他投资	41	724	8 253	7 528
3.1 资产	42	-1 163	750	1 912
3.1.1 贸易信贷	43	-616	5	621

续表

项　　目	行　　次	差　　额	贷　　方	借　　方
长期	44	−43	0	43
短期	45	−573	4	578
3.1.2 贷款	46	−210	197	407
长期	47	−277	0	277
短期	48	66	197	131
3.1.3 货币和存款	49	−580	303	883
3.1.4 其他资产	50	244	245	1
长期	51	0	0	0
短期	52	244	245	1
3.2 负债	53	1 877	7 503	5 616
3.2.1 贸易信贷	54	495	583	88
长期	55	35	41	6
短期	56	460	542	81
3.2.2 贷款	57	791	5 860	5 069
长期	58	100	264	163
短期	59	691	5 596	4 906
3.2.3 货币和存款	60	603	1 038	435
3.2.4 其他负债	61	−3	22	25
长期	62	−4	1	5
短期	63	1	22	20
三、储备资产	64	−4 717	0	4 717
3.1 货币黄金	65	0	0	0
3.2 特别提款权	66	−1	0	1
3.3 在国际货币基金组织的储备头寸	67	−21	0	21
3.4 外汇	68	−4 696	0	4 696
3.5 其他债权	69	0	0	0
四、净误差与遗漏	70	−597	0	597

注：

(1) 本表计数采用四舍五入原则。

(2) 从2010年三季度开始，按照国际标准，将外商投资企业归属外方的未分配利润和已分配未汇出利润同时记入国际收支平衡表中经常项目中收益项目的借方和金融项目中直接投资项目的贷方。2010 年各季度及2005—2009年年度数据也按此方法进行追溯调整。

本 章 小 结

国际收支是一定时期内一国居民与非居民之间的全部经济交易的系统记录。

国际收支平衡表，也称国际收支差额表，它是指在一定时期内(通常为1年)一国与其他国家间所发生的国际收支按项目分类统计的一览表，它集中反映了该国国际收支的具体构成和总貌。《国际收支手册》(第5版)列出的国际收支平衡表的标准组成部分：一是经常项目；二是资本和金融项目；三是错误和遗漏。

国际收支平衡表是按照现代会计学的复式簿记原理编制的，也即以借、贷作为符号，任何一笔交易的发生，必然涉及借方和贷方，即有借必有贷，借贷必相等。记入借方的项目包括反映进口实际资源的经常项目，反映资产增加或负债减少的资本和金融项目。记入贷方的项目包括：反映出口实际资源的经常项目；反映资产减少或负债增加的资本和金融项目。

在国际收支的理论研究中，按照交易发生的动机不同，将所有的交易分为两种：一种自主性交易，另一种是调节性交易。

按国际收支不平衡的原因分，国际收支有周期性、收入性、结构性、货币性、政策性和偶发性不平衡。国际收支出现逆差或巨额顺差，对国民经济都会产生不利影响。

国际收支的调节机制主要包括自动调节机制、政策调节机制、国际调节机制和内外均衡矛盾下的政策搭配调节机制。自动调节机制又包括金本位制度下的“价格-铸币流动机制，纸币本位固定汇率制度下的价格机制、收入机制、利率机制，纸币本位浮动汇率制度下的汇率机制。政策调节机制包括外汇缓冲政策、财政货币政策、汇率政策和直接管制政策。国际调节包括通过各种国际经济协定、国际金融组织或区域性经济一体化集团等来协调各国的国际收支。内外均衡矛盾下的政策搭配调节机制主要包括财政政策与货币政策的搭配、支出转换政策与支出增减政策的搭配。

西方国际收支理论包括价格-铸币流动机制、弹性分析理论、吸收分析理论和货币分析理论等。

我国的国际收支在新中国成立后经历了3个阶段的发展，改革开放后呈现出总规模不断扩大、贸易收支占主体、资本输出入日显重要、长时间是双顺差的特点。

练 习 题

一、选择题

1．最早的国际收支概念是指(　　)。

A．广义国际收支　　B．狭义国际收支　　C．贸易收支　　D．外汇收支

2．国际货币基金组织《国际收支手册》判断居民和非居民的标准是(　　)。

A．国籍　　B．地理位置　　C．民族　　D．经济利益中心

3．国际收支可能出现逆差的周期阶段是(　　)。

A．危机阶段　　B．复苏阶段　　C．繁荣阶段　　D．衰退阶段

4．纸币本位固定汇率下的国际收支自动调节机制包括(　　)。

A．汇率　　B．价格　　C．利率　　D．国民收入

5．持续的、大规模的国际收支顺差对一国经济的影响表现为(　　)。

A．不利于本国商品出口　　B．使该国的偿债能力降低

C．带来通胀压力　　D．容易引起国家间摩擦

二、填空题

1．国际收支平衡表是采用(　　)原理编制的。

2．按交易的性质，国际经济交易可分为(　　)和(　　)。

3．通常情况下，一国的国民收入增加，会造成国际收支(　　)，这种由于国民收入的增减变化而造成的国际收支不平衡叫作(　　)。

4．在开放经济条件下，政府的宏观调节目标包括经济增长、(　　)、充分就业和(　　)。

5．支出转换政策侧重改变支出结构，主要包括(　　)和(　　)。

三、判断题

1．储备资产增加，记在国际收支平衡表的借方。　　(　　)

2．如果一国的国际收支出现逆差，容易导致国内价格上升。 （ ）

3．吸收分析理论和弹性分析理论都将贸易收支定义为国际收支。 （ ）

4．支出变更政策包括财政政策与汇率政策。 （ ）

5．货币分析法认为国际收支是货币现象。 （ ）

四、思考题

1．简述国际收支平衡表的编制原理和主要内容。

2．国际收支失衡的原因有哪些？

3．论述纸币本位的固定汇率制度下的国际收支自动调节机制。

4．简述内外均衡目标之间的关系。

5．简述支出转换政策与支出增减政策的搭配。

6．简要评析弹性分析理论。

五、案例分析

编制某国国际收支平衡表

1. 案例目标

国际收支核算是国民经济核算体系的有机组成部分。它以对外经济交易为对象，通过国际收支平衡表，对核算期内一国与世界其他国家和地区之间发生的货物、服务、收入方面的交易、无偿转移和资本往来进行系统核算，综合反映一国的国际收支平衡状况，收支结构及储备资产的增减变动情况，为制定对外经济政策，分析影响国际收支平衡的基本经济因素，以及采取相应的调控措施提供依据。本案例要求通过国际收支平衡表的编制，掌握现代会计学复式簿记原理，和设立错误和遗漏项目，使表的借方总额和贷方总额相等，实现整个平衡表的平衡。

2. 案例数据

某国 2007 年对外经济贸易活动的资料如下：

(1) A 国从该国进口 180 万美元的纺织品，该国将此笔货款存入美国联邦储备银行。

(2) 该国从 B 国购入 3 600 美元的机械设备，由该国驻 B 国的银行机构以美元支票付款。

(3) 该国向 C 国提供 8 万美元的工业品援助。

(4) 该国动用外汇储备 60 万美元，分别从 A 国和 D 国进口小麦。

(5) E 国保险公司承保(2)、(4)项商品，该国支付保险费 2.5 万美元。

(6) 该国租用 F 国的船只运送(2)、(4)两项商品，运费 12 万美元，付款方式同(2)。

(7) 外国游客在该国旅游，该国收入 15 万美元。

(8) 该国在海外的侨胞汇回 25 万美元。

(9) 该国对外承包建筑工程 30 万美元，收入存入所在国银行。

(10) 外国在该国直接投资设备 1500 万美元。

(11) 该国向 G 国出口 25 万美元的商品，以清偿对 G 国银行的贷款。

(12) 该国在国外发行 100 万美元 10 年期债券，该笔款项存入国外银行。

(13) 该国向国际货币基金组织借入短期资金 30 万美元，以增加外汇储备。

(14) 据年底核查，该国外汇储备实际增加了 75 万美元。

问题：

1. 编制该国的 2007 年度的国际收支平衡表.

2. 分析该国该年度的国际收支状况。

第2章　外汇与外汇汇率

教学目标

通过本章的学习，掌握外汇和汇率的基本概念和种类；掌握当前影响汇率变动的主要因素；理解汇率对一国国内经济及国际经济的影响；理解汇率决定的基础，掌握西方汇率理论的发展脉络和主要内容；了解汇率制度的概念、类型和内容，能够对不同汇率制度进行比较；熟悉人民币汇率制度的历史演变过程。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
外汇与汇率	掌握外汇及汇率的基本概念	(1) 外汇概述 (2) 外汇汇率
汇率的决定与变动	重点掌握或汇率的决定与变动	(1) 汇率决定的基础 (2) 影响汇率变动的因素 (3) 汇率变动对经济的影响
西方主要汇率决定理论	了解西方主要汇率决定理论	(1) 国际借贷说 (2) 购买力平价理论 (3) 利率平价理论 (4) 货币主义汇率理论 (5) 资产组合理论
汇率制度及其选择	掌握各种不同的汇率制度	(1) 固定汇率制度 (2) 浮动汇率制度 (3) 货币局制度和美元化 (4) 目前世界汇率制度的类型
人民币汇率制度	掌握人民币汇率制度	(1) 计划经济时期的人民币汇率制度 (2) 经济转轨时期的人民币汇率制度 (3) 我国1994年以后的人民币汇率制度 (4) 现行人民币汇率形成机制 (5) 人民币汇率的新问题：人民币升值

导入案例

我国从1994年起实行单一的、以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。自实行以来，人民币对外汇率保持稳定，进出口贸易稳定增长，国外投资不断增减，从而促进了我国乃至世界经济的发展。1997年夏东南亚国家发生金融危机后，受其影响的许多国家相继采取本币贬值措施，以减缓危机的影响。在当时汇率动荡混乱的形势下，我国坚持稳定的货币政策，未采取贬值措施，对周边国家顺利度过危机做出了较大的贡献。

美国在2001年遭“9·11”恐怖袭击前，经济已出现停滞现象，以后又先后发动了对阿富汗及伊拉克的战争，在其影响下经济不振，失业增加，贸易和财政赤字双双加剧，特别是制造业工人的失业人数高达270万。对此，美国政府不反躬自问，采取纠正措施，反而将贸易赤字剧增、制造业就业岗位减少的责任归咎于中国，并在国际上大造舆论，指责人民币“钉住”美元，由于美元贬值，人民币对美元汇价过低，因此要求人民币对美元升值，以减缓美国的贸易赤字压力。2003年9月，出于政治与总统大选的需要，布什政府派其财政部长斯诺来华，对我国施加压力，公然要求人民币对美元汇率升值。对此，我国政府有关部门予以坚决抵制，表示人民币汇率稳定符合中美两国人民的共同利益，现在调整人民币币值是不明智的。在中国人民银行1993年12月底发表的公报中就明确指出，人民币汇率制度是由市场供求关系决定的有管理的浮动汇率制度，而美国国际媒体则说人民币汇率制是钉住美元的固定汇率制度。什么是固定汇率制度，什么是浮动汇率制度，这是汇率制度的根本。汇率制度的选择与汇率的高低，对一国国际贸易来说至关重要，涉外经贸工作者对此必须了解掌握。

二战后到1973年春，国际货币基金组织会员国均实行固定汇率制度。1973年春季以后，发达国家实行了浮动汇率制度，大多数发展中国家仍实行不同形式的固定汇率制度。固定汇率制度汇率波动幅度不大，有利于国际贸易与投资的成本核算与利润匡计，但不利于一国国内的货币政策的执行；浮动汇率制度汇率波动频繁剧烈，加剧了国际经济交往的汇率风险。

(资料来源：刘舒年，温晓芳. 国际金融[M]. 北京：对外经济贸易大学出版社. 2010.)



基本概念

外汇　广义的外汇　狭义的外汇　汇率　直接标价法　间接标价法　买入汇率　卖出汇率　钞价　电汇汇率　信汇汇率　票汇汇率　铸币平价　黄金输送点　绝对购买力平价　相对购买力平价　利率平价理论　汇率制度　固定汇率制度　浮动汇率制度　货币局制度　联系汇率制度　美元化

2.1　外汇与汇率

2.1.1　外汇概述

1. 外汇的概念

当一个中国居民购买外国的商品、劳务或者金融资产时，必须把人民币兑换成外国货币。这种将本国货币兑换成外国货币，或者将外国货币兑换成本国货币以清偿国际债权债务的活动就被称为国际汇兑(foreign exchange)，外汇是国际汇兑的简称，是国际金融最基本的概念之一。外汇的概念有动态和静态之分。

1) 动态的外汇

当外汇被看作一种经济活动时，它就具有了动态的含义。动态的外汇是一种汇兑行为，是指把一国货币兑换为另一国货币以清偿国际间债权债务关系的金融活动。从这个意义上说，外汇等同于国际结算。

2) 静态的外汇

随着世界经济的发展，国际经济活动日益活跃，国际汇兑业务的范围也越来越广泛，慢慢地，国际汇兑由一个动态过程的概念演变为静态概念。静态的外汇是指国际间为清偿债权债务关系而进行的汇兑活动所凭借的手段和工具。静态的外汇又有广义与狭义之分。

(1) 广义的外汇。各国外汇管理法令所称的外汇就是广义的外汇。例如，1996 年 1 月 29 日 4 布并于同年 4 月 1 日开始实施的《中华人民共和国外汇管理条例》第 3 条规定，外汇是指以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产，它们是：①外币现钞，包括纸币、铸币；②外汇支付凭证或者支付工具，包括票据、银行存款凭证、银行卡等；③外币有价证券，包括债券、股票等；④特别提款权；⑤其他外汇资产。

(2) 狭义的外汇。狭义的外汇，也就是我们通常所说的外汇，它是指以外币所表示的用于国际结算的支付手段。

照此推理，以外币表示的有价证券由于不能直接用于国际间支付，故不属于外汇；同样，外国钞票也不能算作外汇。外国现钞只有携带回发行国并贷记在银行账户上后，才能称作外汇。在这个意义上，只有存放在国外银行的外币资金，以及将对银行存款的索取权具体化了的外币票据，才构成外汇。具体来看，外汇主要指以外币表示的银行汇票、本票、支票、银行存款等。其中银行存款是狭义外汇概念的主体，这不仅因为各种外币支付凭证都是对外币存款索取权具体化了的票据，还因为外汇交易主要是运用国外银行的外币存款来进行的。人们通常就是在这一狭义意义上使用外汇的概念。目前全球主要货币名称见表 2-1。

表 2-1　全球主要货币名称

货币名称	ISO 符号	符号或简称	货币名称	ISO 符号	符号或简称
澳大利亚元	AUD	A	韩元	KRW	Won,W
加拿大元	CAD	Can.$	墨西哥比索	MXN	Mex.$
瑞士法郎	CHF	SF	挪威克朗	NOK	N.Kr
人民币元	CNY	¥	美元	USD	$
欧元	EUR	€	泰铢	THB	฿
英镑	GBP	£	日元	JPY	￥
港元	HKD	HK$	俄罗斯卢布	RUB	Rub
印度卢比	INR	Rs	新加坡元	SGD	S$

2. 外汇的基本特征

不是所有的外国货币都能成为外汇的。一种外币成为外汇有 3 个前提条件：第一，自由兑换性，即指该外币的发行国对该国的经常项目下的支付和资本项目下的收支不进行管制或限制。第二，可接受性，即该种外币在国际经济交往中被各国普遍地接受和使用；第三，可偿还性，即该种外币资产是能得到补偿的债权。这 3 个前提条件是外汇的三大特征，只有满足这 3 个条件或符合这 3 个特征的外币及其所表示的资产才是外汇。

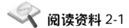
3. 外汇的作用

(1) 作为国际购买手段进行国际间的货物、服务等产出的买卖。

(2) 作为国际支付手段进行国际商品、国际金融、国际劳务、国际资金等方面债权债务的清偿。

(3) 作为国际储备手段，支付一国必须偿还债务；调节国际收支平衡和本币币值的稳定，促进经济发展与增长。

(4) 作为国际财富的象征，实际是对国外债权的持有，并能转化为其他资产。



阅读资料 2-1

自由外汇和记账外汇

目前，外汇按照在国际支付时所受到限制程度的不同可分为两大类：自由外汇和记账外汇。自由外汇就是不需要货币发行国外汇当局批准，可以自由兑换成其他国家货币，或者可以向第三国自由办理支付的外国货币及其支付手段，如美元、英镑、欧元、日元等。这些国家经济发达，国际储备充足，国内金融市场完善，基本上取消了外汇管制。记账外汇或称"协定外汇"、"双边外汇"，是指两国政府在所签订的为双边贸易而开立的清算账户下使用的外汇。这种外汇，未经货币发行国外汇当局批准，不能兑换其他国家货币，也不能对第三国进行支付，只能在特定的两国间使用，它是一种记账形式的国际债权，不能在国际市场上流通转让。严格地说，只有自由外汇才是真正意义上的外汇，记账外汇不是真正意义上的外汇。1996年年底，我国的人民币成为一种在经常项目下可自由兑换的记账外汇，将来随着我国经济进一步发展会向自由外汇过度。

(资料来源：韩玉珍．国际金融[M]．北京：首都经济贸易大学出版社．2003)

2.1.2 外汇汇率

1. 汇率的概念

外汇汇率(foreign exchange rate)又称为外汇汇价，是用一个国家的货币折算成另一个国家的货币的比率、比价或价格。由于国际间的贸易与非贸易往来，各国之间需要办理国际结算，所以一个国家的货币对其他国家的货币，都规定有一个汇率，但其中最重要的是对美元等少数国家货币的汇率。

2. 汇率的标价方法

确定两种不同货币之间的比价，先要确定用哪个国家的货币作为基准。由于确定的基准不同，存在着两种不同的标价方法：直接标价法(direct quotation)和间接标价法(indirect quotation)。此外，根据外汇市场惯例，还有一种美元标价法与非美元标价法，现分别介绍如下。

1) 直接标价法

用 1 个单位或 100 个单位的外国货币作为基准，折算为一定数额的本国货币，叫作直接标价法。在直接标价法下，外国货币为基准货币，本国货币为标价货币。外币的数额固定不变，折合本币的数额则随着外币币值或本币币值的变化而改变。以香港市场为例，2009 年 6 月 23 日美元对港元的汇率是 USD1＝HKD7.753 3/7.756 7；英镑对港元的汇率是 GBP1＝HKD12.600 6/12.602 6；欧元对港元的汇率是 EUR1＝HKD 10.706 6/10.708 6。有些

国家货币单位价值量较低，如日本的日元，便以100 000作为折算的基准。在上述港元与各种外币的比价中，美元、英镑、欧元均为基准货币，港元为标价货币。

国际上绝大多数国家(除英国和美国外)都采取直接标价法。美国长期以来也一直采用直接标价法，但在二战后，美元在国际支付和国际储备中逐渐取得统治地位，为了与国际外汇市场上对美元标价的一致，美国从1978年9月1日起，除对英镑继续使用直接标价法以外，对其他货币一律改用间接标价法公布汇价。

2) 间接标价法

用1个单位或100个单位的本国货币为基准，折算为一定数额的外国货币，叫作间接标价法。在间接标价法下，本国货币为基准货币，其数额不变，而标价货币(外国货币)的数额则随本国货币或外国货币币值的变化而改变。英国和美国都是采取间接标价法的国家。例如，2009年7月6日伦敦市场英镑对美元的汇率是GBP1＝USD1.629 6；英镑对欧元的汇率是GBP1＝EUR1.166 1。在伦敦市场，英镑是基准货币，美元是标价货币。

由于直接标价法下汇率涨跌的含义和间接标价法下汇率涨跌的含义正好相反，因此在说明某种货币的汇率涨跌时，必须明确来源于哪个外汇市场，即分清采取哪种标价方法，以免混淆。

3) 美元标价法与非美元标价法

直接标价法和间接标价法都是针对本国货币和外国货币之间的关系而言的。相对于某个国家或某个外汇市场而言，本币以外其他各种货币之间的比价则无法用直接或间接标价法来表示。事实上，二战以后，特别是欧洲货币市场兴起以来，国际金融市场之间外汇交易量迅速增长，全球化的外汇交易需要一种统一的汇率表示方式。于是国际外汇市场上逐步形成了除英镑、澳大利亚元、新西兰元、欧元、南非兰特几种货币外，其余货币都以美元作为基准货币进行标价的惯例，这种非本币之间以美元为基准货币而其他货币作为标价货币的标价方法被称为美元标价法。而英镑、澳大利亚元、新西兰元、欧元、南非兰特等几种货币仍沿袭习惯上的标价方法，以美元作为标价货币，则被称为非美元标价法。另外，对于非美元货币之间的汇率则通过各自对美元的汇率套算，作为报价的基础。

3. 汇率的种类

汇率的种类很多，从不同角度，一般可将汇率进行如下分类。

1) 按银行业务操作情况划分

外汇汇率按银行业务操作情况划分，可分为买入汇率(buying rate)和卖出汇率(selling rate)、中间汇率(medial rate)和钞价(banknote rate)。

(1) 买入汇率和卖出汇率。外汇买卖一般均集中在商业银行等金融机构，它们买卖外汇的目的是为了追求利润，方法就是贱买贵卖，赚取买卖差价。商业银行等金融机构买进外汇时所依据的汇率叫作买入汇率，也称“买价”；卖出外汇时所依据的汇率叫作卖出汇率，也称“卖价”。由此可见，买入、卖出是从银行的立场出发的。买入汇率与卖出汇率相差的幅度一般在0.1%～0.5%，各国不尽相同，两者之间的差额，即为商业银行买卖外汇的利润。

在外汇市场上挂牌的外汇牌价一般均列有买入汇率和卖出汇率。在直接标价法下，一定基准货币(外币)后的前一个标价货币(本币)数字表示“买价”，即银行买进外币时付给客户的本币数；后一个标价货币(本币)数字表示“卖价”，即银行卖出外币时向客户收取的本币数。在间接标价法下，情况恰恰相反，在基准货币(本币)后的前一个标价货币(外币)数字

为“卖价”，即银行收进一定量一定量(1 个或 100 个)的本币而卖出外汇时，它所付给客户的外币数；后一个标价货币(外币)数字是“买价”，即银行付出一定量(1 个或 100 个)本币而买进外汇时，它向客户收取的外币数。

外汇市场形成习惯的美元标价法与非美元标价法下，常以斜线将买入汇率与卖出汇率隔开，斜线左方为买入汇率，斜线右方为卖出汇率。例如，美元标价法下，某银行报出美元兑瑞士法郎的汇率为 USD1＝CHF1.196 5/1.198 0，即银行从交易对手买入 1 美元需付给对方 1.196 5 瑞士法郎；银行向交易对手卖出 1 美元则收取 1.198 0 瑞士法郎。非美元标价法也是如此，如银行报价 1 英镑兑美元为 GBP1＝USD1.865 0/1.866 0，即银行买入交易对手 1 英镑需向其支付 1.865 0 美元；银行卖给交易对手 1 英镑，要收进 1.866 0 美元。

(2) 中间汇率。买入汇率与卖出汇率相加，除以 2，则为中间汇率。中间汇率不含银行买卖外汇的利润，常用来衡量预测某种货币汇率变动的趋势和幅度，一般商业银行或企业进行内部核算时也用中间汇率。

(3) 钞价。钞价即银行购买外币钞票的价格。前述的买入汇率、卖出汇率是指银行买卖外币支付凭证的价格。银行在购入外汇支付凭证后，通过航邮等手段划账，可很快地存入外国银行，开始生息，调拨动用；而银行买入外国钞票，要经过一定的时间，积累到一定数额以后，才能将其运送并存入外国银行调拨使用。在此以前买入钞票的银行要承受一定的利息损失；将现钞运送并存入外国银行的过程中还有运费、保险费等支出，银行要将这些损失及费用开支转嫁给出售外币钞票的顾客，所以银行买入外币现钞的价格低于买入各种形式的支付凭证价格。而银行卖出外币现钞时，则根据一般的(即一般的支付凭证)卖出汇率，不再单列。表 2-2 为中国工商银行 2012 年 11 月 8 日的人民币即期外汇牌价。

表 2-2 中国工商银行人民币即期外汇牌价

日期：2012 年 11 月 8 日　　单位：人民币/100 外币

币　种	汇买、汇卖中间价	现汇买入价	现钞买入价	卖出价	发布时间
美元(USD)	624.29	623.04	618.05	625.54	14:25:12
港元(HKD)	80.55	80.39	79.74	80.71	14:25:12
日元(JPY)	7.812 4	7.785 1	7.544 4	7.839 7	14:25:12
欧元(EUR)	796.72	793.53	769.07	799.91	14:25:12
英镑(GBP)	997.80	993.81	963.18	1 001.79	14:25:12
瑞士法郎(CHF)	660.55	657.91	637.63	663.19	14:25:12
加拿大元(CAD)	626.42	623.91	604.68	628.93	14:25:12
澳大利亚元(AUD)	649.89	647.29	627.34	652.49	14:25:12
新加坡元(SGD)	510.08	508.04	492.38	512.12	14:25:12
丹麦克朗(DKK)	106.80	106.37	103.09	107.23	14:25:12
挪威克朗(NOK)	108.72	108.29	104.95	109.15	14:25:12
瑞典克朗(SEK)	93.26	92.89	90.02	93.63	14:25:12
澳门元(MOP)	78.52	78.36	77.73	78.68	14:25:12
新西兰元(NZD)	510.42	508.38	492.71	512.46	14:25:12
韩元(KRW)	0.573 1	—	0.543 3	0.575 4	14:25:12
俄罗斯卢布(RUB)	19.79	19.71	19.10	19.87	14:25:12

2) 按交易工具划分

外汇汇率按交易工具划分，可分为电汇汇率(telegraphic transfer rate，T/T Rate)、信汇汇率(Mail Transfer Rate，M/T Rate)和票汇汇率(demand draft rate，D/D Rate)。

(1) 电汇汇率。电汇汇率是指商人购买外汇，委托银行采用电信方式通知国外分支行或代理行付款给收款人时所使用的汇率。银行从商人那里收取本币，通过国外分行或代理行，将外汇转入客户账户中。一般来说，电汇汇率较其它汇率高，这主要是因为银行卖出外汇后用电汇方式付款，使实际付款时间缩短，而且银行不能占用汇款资金，加之国际电报、电传收费较高，所以其汇率最高。为了避免汇率波动所带来的风险，现在进出口商一般在贸易合同中均规定交付货款时采用电汇方式，银行同业间的外汇或资金划拨，更是使用电汇方式。外汇市场所公布的汇率也多为电汇汇率，电汇汇率是计算其他各种汇率的基础。

(2) 信汇汇率。信汇汇率是指商人购买外汇，委托银行采用信函的方式通知国外分支行或代理行付款给收款人时所使用的汇率。在信汇方式下，汇出的外汇须在外汇凭证邮寄到国外后，国外分支行或代理行才能将外汇支付给收款人。由于信汇的时间长于电汇，银行在此期间可以占用客户的外汇资金，因此信汇汇率一般低于电汇汇率。

(3) 票汇汇率。票汇汇率是指商人购买外汇票据时所使用的汇率。银行从商人那里收取本币，然后开出以境外分支行或代理行为受票人的，以外币表示的银行票据。商人自行将外汇票据携带出境，或通过快递系统寄送，将外汇票据交付给境外的收款人，由收款人自己到境外分支行或代理行提示外汇票据，然后解付资金。票汇汇率又可分为即期票汇汇率和远期票汇汇率，后者要在即期票汇汇率基础上扣除远期付款的利息。

3) 按交割时限划分

外汇汇率按交割时限划分，可分为即期汇率(spot exchange rate)和远期汇率(forward exchange rate)。

(1) 即期汇率。即期汇率又称现汇汇率，是指外汇买卖双方合同签订后立刻办理外汇交割的汇率。所谓交割是指外汇买卖后的本币外币交换过程。所谓立刻办理，在国际上原则上是指成交后两个营业日以内办理。小额外汇买卖或外币现钞买卖一般可以当场交割；一般的外汇买卖在成交后两个营业日内办理交割。

(2) 远期汇率。远期汇率又称期汇汇率，是指外汇买卖的双方按事先约定，在未来约定的日期办理交割时所使用的汇率。远期汇率在银行的外汇牌价中可以查出。远期汇率一般按照月份表示，如 1 个月远期汇率、3 个月远期汇率等。一般可以长达 12 个月远期。远期汇率是事先约定的汇率，而不是以后的即期汇率。采用远期汇率进行外汇买卖的商人主要是为了防范外汇汇率变动带来的汇率风险。

4) 按汇率计算方法划分

外汇汇率按汇率计算方法划分，可分为基本汇率(basic rate)和交叉汇率(cross rate)。

(1) 基本汇率。一国货币对国际上某一关键货币(许多国家均以美元作为关键货币)所确定的比价即是基本汇率。因为这种汇率是根据两种货币所代表的价值量直接计算得出，所以又叫直接汇率，它通常是确定本币与其他各种外币之间汇率的基础。

(2) 交叉汇率。通过两种不同货币与关键货币的汇率间接地计算出两种不同货币之间的汇率即是交叉汇率。目前很多国家都以美元作为关键货币，故可定义为：从两种非美元货币对美元的汇率中计算出非美元货币之间的汇率即为交叉汇率。

5) 按外汇资金的用途划分

外汇汇率按外汇资金的用途划分，可分为贸易汇率(commercial rate)和金融汇率(financial rate)。贸易汇率和金融汇率是多种汇率中的两种具体形式。

(1) 贸易汇率。贸易汇率是指用于进出口贸易及其从属费用收支、结算的汇率。

(2) 金融汇率。金融汇率是指用于国际资本流动和非贸易外汇收支、结算的汇率。

贸易汇率和金融汇率是多种汇率中的两种具体形式。将汇率分为贸易汇率和金融汇率，是为了将不同用途和性质的外汇区分开来，分别采用不同的汇率调控措施，从而达到鼓励出口，限制进口，控制国际资本流动，改善国际收支的目的。

6) 按交易对象划分

外汇汇率按交易对象划分，可分为同业汇率(inter-bank rate)和商人汇率(merchant rate)。

(1) 同业汇率。同业汇率是指银行同业之间进行外汇交易时所使用的汇率。由于银行同业间的外汇交易一般有最低交易金额的限制，故同业汇率又称为外汇的批发价。同业汇率的买卖差价一般比较小。

(2) 商人汇率。商人汇率是指银行与顾客之间在进行外汇交易时所使用的汇率，又称为外汇的零售价。商人汇率是根据同业汇率适当增(卖出价)、减(买入价)而形成的，故其买卖差价一般较大。

2.2 汇率的决定与变动

2.2.1 汇率决定的基础

1. 金本位制度下的外汇汇率

在一战以前，西方国家实行典型的金本位制度，即金币本位制度(gold coin standard system)。在金币本位制度下，金币使用一定数量和成色的黄金铸造的，金币所含有的一定重量和成色的黄金叫作含金量。黄金作为世界货币，用于国际结算。在国际结算过程中，如果输出输入金币，就按照它们的含金量计算，因为含金量是金币所具有的价值。两个实行金本位制度国家货币单位的含金量之比，叫作铸币平价(mint par，specie par)。两种金币的含金量是决定它们的汇率的物质基础，铸币平价则是它们的汇率标准。

在实行金币本位制度时，英国货币 1 英镑的重量为 123.274 47 格令(Grain，金衡制的一种计量单位，1 克＝15.432 32 格令)，成色为 22 开(Karat，24 为纯金)金，即含金量为 113.001 6 格令(123.274 47×22/24)纯金；美国货币 1 美元的重量为 25.8 格令，成色为 90%，即含金量为 23.22 格令(25.8×90/100)纯金。根据含金量计算，英镑和美元的铸币平价为

$$\frac{113.0016}{23.22}=4.8665$$

这就是说，1 英镑的含金量是 1 美元的含金量的 4.866 5 倍。因此 1 英镑＝4.866 5 美元。可见，英镑和美元的汇率以它们的铸币平价作为标准。

外汇市场的实际汇率，由外汇的供求直接决定，围绕着铸币平价上下波动。各国的国际收支，反映了各国外汇的供求情况。在一国的国际收支发生顺差时，外国对它的货币的需求增加，则该国的货币贵，外国的货币贱，外汇汇率就要下跌。反之，在一国的国际收

支发生逆差时，它对外国的货币需求增加，则该国的货币贱，外国的货币贵，外汇汇率就要上涨。

但是，在金本位制度下，汇率的波动，不是漫无边际的，而是大致以黄金输送点(Gold Transport Points)为其限界。这是因为，金币本位制度下黄金可以自由输出入。当汇率对外汇购买者(或卖出者)有利时，他就利用外汇办理国际结算；当汇率对他不利时，他就可以不用外汇，改而采用输出输入黄金的方法进行结算。可见，黄金输送点是金本位制度下汇率波动的上下限界。

在两国间输出输入黄金，要支付包装费、运费、保险费和检验费等费用，在运输过程中，还有利息问题。一战以前，在英国和美国之间运送黄金的各项费用和利息，约为所运送黄金价值的 5‰～7‰，按平均数 6‰计算，在英国和美国之间运送 1 英镑黄金的费用及其他费用约为 0.03 美元。铸币平价 4.866 5±0.03 就是英镑和美元两种货币的黄金输送点，在原则上，这是英镑美元汇率波动的限界。现举例说明：在美国外汇市场，英镑的价格受供求关系的影响，逐步上涨，但英镑汇价上涨的最高限界为 GBP1＝USD 4.896 5(即英镑与美元的铸币平价 4.866 5 美元加上从美国运送 1 英镑所包含的 113.001 6 格令黄金所需要的包装费、运费、保险费和利息损失等 0.03 美元)，即黄金输出点。如果英镑的汇价超过 4.896 5 美元，则需购买英镑外汇的商人可直接运送黄金，偿付对外负债，这样，只不过花费成本 4.896 5 美元。如果在美国外汇市场汇率下跌，则其下跌的最低限界为 GBP1＝USD4.836 5(即英镑与美元的铸币平价 4.866 5 美元减去从美国运送 1 英镑所包含的 113.001 6 格令黄金所需要的包装费、运费、保险费和利息损失等 0.03 美元)，即黄金输入点。如英镑汇价低于 4.836 5 美元，则具有英镑外汇收入的商人，就不在外汇市场上卖出英镑，可直接将 1 英镑所包含的黄金 113.001 6 格令运回国内，根据铸币平价扣除 0.03 美元的运费、保险费等，他仍可得到 4.836 5 美元。

在国际间运送黄金的费用，特别是利息，并不是固定不变的。但是它们占所运送的黄金价值的比重很小。因此，相对地说，在金币本位制度下外汇汇率的波动幅度小，基本上是固定的。

一战爆发后，交战国家的金币本位制度陷于崩溃。战后，它们分别实行了金块本位制度和金汇兑本位制度。在这两种货币制度下，西方各国汇率确定的基础，是各国货币单位所代表的含金量，即黄金平价(gold parity)之比。在 1929—1933 年资本主义世界经济危机期间，金本位制度彻底崩溃，成为历史。从此以后，西方国家普遍实行了纸币制度(paper money system)，并且都走上了通货膨胀的道路。

2. 纸币制度下的外汇汇率

金本位制度崩溃后，各国相继实行了纸币流通制度。因为纸币本身不再具有价值，故最初只能以代用货币的面目出现，国家以法令形式赋予它流通和支付职能。纸币流通制度经历了两个阶段：规定法定含金量时期，即纸币流通条件下的固定汇率时期；1978 年 4 月 1 日以后无法规定含金量时期，即纸币流通条件下的浮动汇率时期。

纸币流通条件下的固定汇率制度时期汇率的决定基础，实质上就是布雷顿森林体系下决定汇率的基础。在布雷顿森林体系下，美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，各国货币不可以直接兑换黄金，只能先按照固定汇率兑换美元，再以美元的黄金官价向美国

兑换黄金。为此，各国政府都参照过去流通的金属货币的含金量用法令规定纸币的金平价，即纸币所代表的含金量。所以，两国纸币的金平价应当是决定汇率的依据。这与金本位制度下各国货币所真实含有的含金量之比，即铸币平价是有本质区别的。此时的各国货币的含金量只是一种虚设的价值，是各国政府以法令形式规定的本国货币所代表的(而不是具有的)含金量。

随着 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃，西方主要工业国家放弃了固定汇率制度，代之而起的是浮动汇率制度。1976 年，国际货币基金组织推行“黄金非货币化”政策。1978 年 4 月 1 日起，各国纸币均不再规定法定含金量。由于各国货币不再规定法定的含金量，确定各国货币之间比价的依据是其所代表的实际价值，即各国货币的实际购买力。纸币可实现的实际价值大小取决于流通中的货币量，若流通中的货币量超过实际需要量，则物价上涨，纸币对内贬值，其实际购买能力下降；若流通中的货币量少于实际需要量，则物价下跌，纸币对内升值，其实际购买力上升。一个国家不同的物价状况反映了其货币对内价值的不同。两国货币之间的汇率取决于它们各自在国内所代表的实际价值，也就是说，货币的对内价值决定对外价值。而货币的对内价值又是用其货币购买力来衡量的，因此，货币购买力就成为纸币流通条件下浮动汇率时期的汇率决定的基础。

2.2.2 影响汇率变动的因素

作为一国货币对外价格的表现形式，汇率受到国内因素和国际因素等诸多因素的影响。同时，由于货币是国家主权的一种象征，因此除经济因素外它常常还会受到政治、社会等因素的影响。下面仅就影响汇率变动的主要因素进行分析。

1. 宏观经济形势

一国宏观经济形势追求的目标为充分就业、物价稳定和经济增长。如果宏观形势好，接近目标，则本币对外汇率上涨，反之本币对外汇率就会下跌。就业状况、物价水平、经济增长对汇率的影响主要通过国际收支状况的改变而表现出来，因为宏观经济形势的好坏，影响出口商品价格的高低与竞争能力的强弱，从而引起出口规模的扩大或减小，并影响国际投资资金的流出入，最终导致国际收支状况的改善或恶化。宏观经济形势好，国际收支呈顺差状况，外汇供大于求，本币对外汇率上涨；反之，外汇供小于求，本币对外汇率下跌。

2. 宏观经济政策与利率差异

作为宏观调控的两个主要政策，财政政策与货币政策对汇率的影响主要表现在两个方面：一为相对的长期影响，另一为短期影响。

从长期影响看，如一国经济过热，会导致通货膨胀，出口成本增加，出口商品竞争能力削弱，不利于国际收支平衡，则该国实行紧缩政策，在一定时期内，通过上述政策的作用和影响，使宏观经济形势改善，最终有利于汇率的稳定；反之，一国经济停滞不振，汇率下跌，则该国实行扩张的财政货币政策，最终会改善汇率的疲软状况。这是长期影响，在相对长的时间内才能实现。

宏观调控政策推行的短期影响，则与长期影响相反，即当一国实行紧缩政策，提高利率，在提高利率的前后短暂的时间内，立即会引起汇率上涨，因利率提高，则与其他国家

存在利率差异，吸引国际资金流入，外汇供给增加，外汇价格下降，本币对外币汇率上涨。而实行扩张性财政货币政策，降低利率和其他措施，在降低利率前后的短暂时间内，会引起本币对外币汇率的下跌，因利率调低，与其他国家存在利率差异，外资为追求高的收益而流出，从而引起外汇需求的扩大，外汇价格上涨，本币对外汇率下跌。但是，利率水平的高低对汇率的影响程度还必须看一国通货膨胀的状况。通货膨胀一般可分为 3 种情况。

(1) 在温和的通货膨胀下，实际利率的上升或下降都会起到吸收或排斥短期资本的作用，从而导致该国货币汇率的上涨与下跌。利率和汇率呈正相关关系，利率提高，其货币汇率就上涨；反之，利率降低，汇率就下跌。人们往往通过国际间短期资本的转移来牟取高额利润。

(2) 在严重的通货膨胀下，国际短期资本流动的主要动机在于保值。高利率不再表示较高的利息收入；相反，则表示较高的通货膨胀率。利率与汇率呈负相关的关系。利率一旦提高，其货币汇率就下跌；反之利率一旦降低，汇率就上涨。

(3) 在恶性通货膨胀下，利率再高也会失去吸引外资的魅力，此时利率与汇率明显呈负相关关系。

3. 国际收支状况

如前所述，宏观经济情况通过国民收入的增减、物价水平的提高或降低，对进出口规模的大小产生直接影响；同时宏观经济情况的好坏还直接影响国际资金的流出入，最终集中影响到一国国际收支的状况。如果一国国际收支为顺差或顺差数字较前期加大，在短暂时间内该国货币对外汇率上涨；如果国际收支为逆差或逆差数字较前期加剧，则该国货币对外汇率下跌。在国际收支这一影响因素中，经常性收支尤其是贸易收支，对汇率的变动起着决定性作用。

必须指出，国际收支状况并非一定会影响到汇率变动，这主要要看国际收支顺(逆)差的性质。短期的、临时的、小规模的国际收支差额，可以轻易地被国际资本流动、利率差额和通货膨胀、政府在外汇市场上的干预和其他因素所抵消。但是，长期的巨额的国际收支逆差，一般必定会导致本币对外汇率的下跌。

4. 经济增长的差异

在其他条件不变的情况下，一国经济增长率相对较高，其国民收入增加相对也会较快，这样会使该国增加对外国商品劳务的需求，结果会使该国对外汇需求相对于其可得到的外汇供给来说趋于增加，该国的货币汇率下跌。但要注意以下两种特殊情况。

(1) 对于出口导向型国家，经济增长主要是由出口增长推动的，经济较快增长伴随着出口的高速增长，此时出口增加往往超过进口增加，这样会出现本国货币汇率不跌反而上涨的现象。

(2) 如果国内外投资者把该国较高的经济增长率视作经济前景看好、资本收益率提高的反映，则会导致外国对本国投资的增加，如果流入的资本能够抵消经常项目的赤字，该国的货币汇率也可能不跌反涨。

5. 主要经济数据

经济数据是一国宏观经济形势的数字说明与反映，同时又为宏观调控政策的推行提供依据，直接或间接地影响汇率。由于美元是主要国际储备货币，美国的主要经济数据每月、

每周分散对外发布，如果发布的经济数据较前期数字恶化，则美元趋软，若其他条件不变，其余储备货币则相对趋硬；如果美国发布的经济数据较前期好转或大大改善，则美元趋硬，若其他条件不变，其余储备货币则相对趋软。至于其他国家经济数据的公布和美国大体相似。现将对汇率具有较大影响的经济数据及参考值说明如下。

1) 全国采购经理指数

全国采购经理指数(national association of purchasing manager，NAPM)是指全国采购经理人协会每个月都向 250 多家采购经纪商进行调查，其内容包括订单的变化情况、生产情况、就业情况、货物供应情况、库存情况及购买货物的价格等，并根据以上调查结果，按不同权重所计算出的一次总体指数。总体指数高于 50%，显示经济过热；反之经济收缩，如果该指数低于 44%则预示经济的衰退。因此是反映经济领域中工业部门发展状况的一项早期信号。

2) 耐用品订单

耐用品订单(durable orders)是显示制造商所获得的使用寿命在 3 年以上的货物订单数量，每月公布一次，其中民用品订单数(Non-defence Orders)的变化更受业内人士关注，它反映商业经营过程中的设备投资。

3) 国内生产总值

国内生产总值(gross domestic product，GDP)以年增长率衡量一定时期内经济领域的全部商品和劳务产出，是衡量美国经济活动最具概括性数据。GDP 增长率为 3%～4%，被认为持续增长；大于 4%则存在通货膨胀压力；小于 3%，则有经济收缩、停滞的危险。

4) 设备使用率

设备使用率(capacity utilization)为制造、采矿和公共事业部门中生产设备使用效率的指数，使用效率为 84%为适度水平，超过 84%则存在经济过热的可能，低于 84%则存在经济收缩的威胁。

5) 失业率

一般来说，失业率(unemployment rate)在 5%～6%范围内，被认为是充分就业。如指标过低，则劳动力供应紧张，引发工资上涨，存在通货膨胀威胁；如指标过高，则存在经济收缩停滞的威胁。

6) 先导指数

先导指数(composite index of leading economic indicators)有 11 个金融和非金融指数综合组成，如该指数连续 3 个月上升，则未来 6～9 个月经济增长；反之，则下降，所以它是预测美国经济未来 6～9 个月走势的一个指标。

其他经济数据尚有非农业就业人数(non-farm payroll)、生产价格指数(producer price index，PPI)、消费者物价指数(consumer price index，CPI)、新屋销售(new home sales)等。

这些经济数据的变化，与美国联邦储备委员会(以下简称美联储)调控宏观经济所采取的货币政策密切相关，它们直接影响市场汇率，受到业内人士的极大关注。由于数据公布前媒体和咨询组织已对数据做出预测，因此如果数据与预测情况背离较大，往往在短时间内引起外汇市场急剧波动。虽然一两项数据变化并不能完全反映一国经济整体状况，但短期市场行为的参与者，如外汇买卖交易员、衍生金融工具投资者、贸易金融界的外汇风险管理者则非常关心这些数据，以把握入市的时机，决定外汇买卖的操作策略。

6. 市场预期

理论工作者根据各种基本因素变化对汇率走势进行预测，这是一种市场预期行为，其中包括市场参与者的心理因素。市场参与者根据各自的预期做出反应，又进一步推动汇率走势的起伏变化。市场预期行为使各种基本因素的变化迅速及时地反映在汇率走势中。例如，美国公布数据显示失业增加，先导指数连续下降，反映美国经济停滞。于是市场认为美国为刺激经济增长，降低失业率，将会调低利率，采取扩张的货币政策。外汇市场参与者立即对这一预期做出反应，抛售美元，吸购其他货币，从而使美元汇率下跌。而此时美联储并未采取任何调低贴现率和联邦基金利率的实际行动，而影响汇率走势的直接原因就是市场预期。

7. 政府干预

一国政府可以用许多方法来影响汇率，其中最主要的方法包括施加对外贸易壁垒；干预外汇市场；施加外汇流动壁垒；影响通货膨胀率、利率和收入水平等宏观经济因素。其中，如果政府施加对外贸易壁垒和外汇流动壁垒，限制进口、鼓励出口，将会使本国的外汇需求减少，可供出售的外汇供给增加，最终导致本币升值压力。一国政府还可以通过各种财政与货币政策影响本国的宏观经济因素，间接调整均衡汇率。另外，还可以通过中央银行介入外汇市场直接买卖外汇、在国际范围公开发表导向性言论以影响市场心理或与国际金融组织和有关国家配合或联合，进行直接或间接干预。

8. 重大国际事件

重大国际政治事件也是影响汇率变化的因素，因为政治事件对经济因素会产生直接或间接影响，汇率变化对政治事件尤为敏感。国际上的军事行动，如 1991 年的海湾战争、2003 年 3 月 21 日美英联军发动的对伊拉克的战争、2001 年 9 月 11 日恐怖分子对纽约世贸中心的突发袭击，均对美元汇率产生重大影响。1991 年 8 月 19 日在苏联发生的对当时总统戈尔巴乔夫的非常事件，曾使美元对当时德国马克的汇率在两天内剧升 1 500 点，成为二战后造成汇率波动的最大的一次国际政治事件。此外，一国首脑人物的政治丑闻、错误言论及主管金融外汇官员的调离任免都会对短期汇率走势产生不同影响。

以上我们介绍了影响汇率变动的主要因素，汇率变动是这些因素综合变化的结果。把握影响汇率变动因素之间的内在联系，必须掌握以下几点。

第一，综合分析。上述因素错综复杂，有时各因素会结合在一起同时发生作用；有时个别因素起作用；有时各因素的作用又相互抵消；有时某一因素起主要作用，突然为另一因素所代替。所以，对各因素必须综合分析，避免割裂。

第二，主导因素与促进因素相互影响，互为作用。由于宏观经济形势与生产状况最后集中反映在国际收支上，所以，一定时期(如 1 年)的国际收支是决定汇率基本走势的主导因素，经济数据、货币政策的变化及利率差异等起着助长或削弱国际收支的作用。市场预期不仅是上述各种因素的综合反映，而且在国际收支状况所决定的汇率走势的基础上，起推动作用，加大汇率波动的幅度。

第三，理论分析与实务操作有机结合。宏观经济形势、就业状况、货币供应量状况决定着汇率的长期走势，但是，国际外汇市场的汇率天天变，时时变，转瞬即变，所以在做

好长期汇率走势分析的同时，要密切注意对经济数据极为敏感的短期汇率走势，将二者有机地加以结合，才能做好外汇实务的操作。

第四，区分发达国家与发展中国家的不同情况。上述影响汇率变动的因素，主要是对实现了货币全面可兑换的发达国家的货币而言，对未实现货币全面可兑换的发展中国家的货币，有些因素，如利率差异、市场预期等根本不起作用。

2.2.3 汇率变动对经济的影响

作为一国宏观经济中的重要变量，汇率与多种经济因素有着密切的关系。这种关系既表现为汇率的变动受到诸多经济因素的影响，也相反地表现为汇率的变化对其他经济因素产生不同程度、不同形式的作用或影响，甚至影响整个经济的运行。汇率的变化表现为货币的升值与贬值。作为两种货币的比价，汇率的上升或下降必然是一种货币的升值，同时也是另一种货币的贬值。由于贬值与升值的方向相反，作用也正好相反。下面以贬值为例，分析汇率变动对经济的影响。

1. 汇率变动对贸易收支的影响

汇率变化一个最为直接也是最为重要的影响就是对贸易的影响，这种影响体现在微观和宏观两个方面：从微观上讲，汇率变动会改变进出口企业成本、利润的核算；从宏观上讲，汇率变化因对商品进出口产生影响而使贸易收支差额乃至国际收支差额发生变化。

汇率变化对贸易产生的影响一般表现为：一国货币对外贬值后，有利于本国商品的出口，而一国货币对外升值后，则有利于外国商品的进口，不利于本国商品的出口，因而会减少贸易顺差或扩大贸易逆差。

以本币贬值为例，本币贬值后，对出口会产生两种结果：一是等值本币的出口商品在国际市场上会折合比以前(贬值前)更少的外币，使国外销售价格下降，竞争力增强，出口扩大；二是出口商品在国际市场上的外币价格保持不变，则本币贬值会使等值外币兑换成比以前(贬值前)更多的本币，国内出口商品的出口利润增加，从而促使国内出口商积极性提高，出口数量增加。本币贬值对进口产生的作用与出口正相反，贬值后，等值外币的进口商品在国内销售时折合本币价格比贬值前提高，进口商成本增加，利润减少，进口数量会相应减少。如果维持原有的国内销售价，则需要压低进口商品的外币价格，这又会招致外国商人的反对，因此，本币贬值会自动抑制商品的进口。

但是，本币贬值起到扩大出口、限制进口进而改善贸易收支的作用，不是在任何条件下都能实现的，需注意几个问题。首先是“弹性”问题，即“马歇尔-勒纳条件”。只有当出口商品供给弹性足够大，同时进出口商品的需求弹性之和大于 1 时，贸易收支才能得到改善。其次是“时滞”问题，即“J 曲线效应”。本币贬值后，贸易收支表现为继续恶化，经过一段时间后才改善的过程。三是“通胀”问题。一国实行货币贬值，往往必须同时采取紧缩的货币政策，抑制通货膨胀从而稳定国内的物价，使本币贬值促进出口限制进口的作用得以实现。

2. 汇率变动对非贸易收支的影响

1) 汇率变动对无形贸易收支的影响

一国货币汇率下跌，则外国货币兑换本国货币的数量增加，外币的购买力相对提高，

本国商品和劳务价格相对低廉。与此同时，由于本国货币兑换外币的数量减少，则意味着本币购买力相对降低，国外商品和劳务价格也变的昂贵了。这有利于该国旅游与其他劳务收支状况的改善。至于汇率上升，其作用则与此相反。当然，汇率变动的这一作用，须以货币贬值国国内物价不变或上涨相对缓慢为前提。同时还应当注意的是同样有一个弹性问题。

2) 汇率变动对单方面转移收支的影响

一国货币汇率下跌，如国内价格不变或上涨相对缓慢，一般对该国的单方面转移收支会产生不利影响。以侨汇为例：侨汇多系赡家汇款，本币贬值后，旅居国外侨民只需汇回国内少于贬值前的外币，就可以维持国内亲属的生活需要，从而使该国侨汇收入减少。一国货币如果对外升值，其结果则相反。

3. 汇率变动对国际资本流动的影响

一国货币贬值对国际资本流动的影响十分复杂。国际资本流动主要是为了追求利润和资金安全。贬值对资本流动的影响在很大程度上取决于人们对汇率进一步变动的心理预期，而且它对长期资本流动和短期资本流动的影响有所不同。

1) 贬值对长期资本流动的影响

直接投资等长期资本流动主要取决于劳动生产率、资本利润率的高低。一国货币贬值对外国投资者有相互矛盾的影响。在其他条件不变的前提下，如果人们认为一国货币贬值是一次性的，那么，它可能吸引长期资本流入该国。因为贬值使外汇能够兑换更多的该国货币，意味着等量外资可以支配更多的实际资源，从而在该国投资可以获得更高的利润。但另一方面，一国货币贬值也会增加外国投资者的生产成本，特别是依赖进口较多的投资者，并使其投资利润用外币衡量时相对下降。如果人们认为一国货币会进一步贬值，则贬值对长期资本流动起到反作用，因为这会使外商在将投资利润汇回本国时遭受损失。

2) 贬值对短期资本流动的影响

短期资本流动对货币贬值的反应更加敏感。当一国货币开始贬值时，为了避免持有该国货币可能遭受损失，会导致资本外逃，并进而加剧该国货币贬值。若该国货币贬值已经到位，在具备投资环境的条件下，投资者不再担心资产受损，外逃资本就会抽回国内。当然，如果贬值过头，当投资者预期汇率将会反弹，就会纷纷将资本调回该国，以牟取汇率将会上升的好处。

需要说明的是，汇率变动对资本流动的影响，是以利率、通货膨胀等因素不变或相对缓慢变动为前提的。

4. 汇率变动对外汇储备的影响

汇率变动对外汇储备的影响主要体现在两个方面。

1) 本币贬值对一国外汇储备规模的影响

一国货币汇率的变动，通过资本流出入和对外贸易收支影响该国外汇储备的增减。本币贬值会引起国内短期资本外流，从而导致本国的外汇储备减少；但贬值的同时有利于出口、抑制进口，可使经常项目下收益增加，增加本国外汇储备。

2) 储备货币的汇率变动会影响一国外汇储备的实际价值

储备货币的汇率下跌，使保有储备货币国家的外汇储备的实际价值遭受损失；而储备货币国家则因货币的贬值而减少了债务负担。

5. 汇率变动对国内物价水平的影响

汇率变动在影响贸易商品进出口价格的同时，会波及其他非贸易商品，从而对一国的整体物价水平产生影响。

传统理论认为，在需求弹性比较高的前提下，一国货币贬值可以提高进口商品的国内价格，降低出口产品的国外价格。通过这种相对价格的变化，可以减少进口，从而使生产进口替代商品的国内产业得以扩张；可以增加出口，从而使生产出口商品的产业得以扩张。因此，本币贬值可以在不产生对国内物价上涨压力的情况下，带动国内产量和就业的增长。

但是，在实践中，本币贬值不一定能达到上述的理想结果。这是因为，贬值还可能通过货币工资机制、生产成本机制、货币供应机制和收入机制导致国内工资和物价水平的循环上升，并最终可能抵消它所能带来的全部好处。

第一，从货币工资机制来说，进口物价的上升会推动生活资料价格的上涨，从而导致工资收入者要求更高的名义工资。更高的名义工资又会推动货币生产成本和生活费用的上升。如此循环往复，最终使出口商品和进口替代商品乃至整个经济的一般物价水平上升，从而抵消货币贬值可能带来的好处。

第二，从生产成本机制来说，当进口商品构成出口商品的重要组成部分时，贬值会直接导致出口商品价格的上升，并可能最终恶化本国的贸易收支。

第三，从货币供应机制来说，本币贬值后，由于货币工资机制和生产成本机制的作用，货币供应量可能增加。另外，在外汇市场上，本币贬值后政府在结汇方面将被迫支出更多的本国货币，也会导致货币供给的增加和物价的上涨。

第四，从收入机制来说，如果因为国内对进口商品的需求弹性较低，从而汇率下降不能减少进口总量(或减少的总量不足以抵消价格的上升)；如果外国对本国出口产品的需求弹性较低，从而汇率贬值不能增加本国出口总量(或增加的总量不足以抵消价格的下降)。随着本国的收入的减少和支出的增加，会导致贸易收支恶化和物价水平上涨。

上述分析表明，贬值是否引起国内物价水平的上涨，并不像传统理论所说的那样仅仅取决于进口商品和出口商品的需求弹性，还取决于国内的整个经济制度、经济结构和人们的心理。只有当进出口商品的需求弹性都比较好，并且从总体上讲，工资收入者和企业对生活费用和生产成本的上升反应不灵敏，政府采取必要的措施来抵消进口物价上涨的影响时，货币贬值对物价的影响才能较得到有效的控制。

6. 汇率变动对国民收入与就业的影响

一国货币贬值，能够促进出口，增加出口行业的利润，由此会促进资金等生产要素从非出口厂商和部门转向出口厂商和部门，推动出口行业的发展，同时也会推动其他相关行业的繁荣，增加就业和提高国民收入；货币贬值还能抑制进口，使一部分需求由进口商品转向国内产品，进口替代行业也因此获得发展的机会，就业机会也会进一步被创造出来；另外本币贬值能够吸引更多的外国投资，改变投资结构，促进国内经济的发展，同样能够提高国民收入和增加就业。

如果一国经济已处于充分就业状态，本币贬值只会带来物价的上升，而不会有产量的扩大，除非贬值能通过纠正原先的资源配置扭曲来提高生产效率。

7. 汇率变动对国际经济关系的影响

从国际角度来看，汇率的变动是双向的，本国货币贬值或汇率下降，就意味着他国货币升值或汇率上升，因而会导致他国国际收支恶化，尤其是以外汇倾销为目的的本币贬值必然引起对方国家和其他利益相关的国家的反抗甚至报复，这些国家会采取针锋相对的措施，直接地或隐蔽地抵制贬值国商品的侵入，“汇率战”、“贸易战”由此而生。其结果是恶化国际关系，对贬值国和世界经济发展都是有害的。按照国际货币基金组织章程的规定，会员国只有在经过充分的多变协商后，才能采取较大的贬值行动。

阅读资料 2-2

《广场协议》

从1980年起，美国国内经济出现两种变化，首先是对外贸易赤字逐年扩大，到1984年高达1 600亿美元，占当年国民生产总值的3.6%；其次是政府预算赤字的出现。在双赤字的阴影下，美国政府便以提高国内基本利率引进国际资本来发展经济，外来资本的大量流入使得美元不断升值，美国出口竞争力下降，于是扩大到外贸赤字的危机。在这种经济危机的压力下，美国寄希望于以美元贬值来加强美国产品对外竞争力，以降低贸易赤字。

1985年9月22日，美国、日本、联邦德国、法国及英国的财政部长和中央银行行长(G5)在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。因协议在广场饭店签署，故该协议又被称为“广场协议”。

“广场协议”签订后，上述五国开始联合干预外汇市场，在国际外汇市场大量抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值。

“广场协议”揭开了美元急速贬值的序幕。1985年9月，美元兑日元在1美元兑250日元上下波动，协议签订后不到3个月的时间里，美元迅速下跌到1美元兑200日元左右，到1986年年底，1美元兑152日元，1987年最高达到1美元兑120日元。从日元对美元名义汇率看，1985年2月～1988年11月，日元升值了111%。

“广场协议”对日本经济则产生签订难以估量的影响。因为，“广场协议”签订之后，日元大幅度地升值，对日本以出口为主导的产业产生相当大的影响。为了要达到经济成长的目的，日本政府便以调降利率等宽松的货币政策来维持国内经济的景气。从1986年起，日本的基准利率大幅下降，这使得国内剩余资金大量投入股市及房地产等非生产工具上，从而形成了1990年代著名的日本泡沫经济。这个经济泡沫在1991年破灭之后，日本经济便陷入战后最大的不景气状态，一直持续了十几年，日本经济仍然没有复苏之迹象。

从另一个方面看，日元大幅升值为日本企业走向世界、在海外进行大规模扩张提供了良机，也促进了日本产业结构调整，最终有利于日本经济的健康发展。

(资料来源：杜玉兰. 国际金融[M]. 北京：科学出版社，2010)

2.3 西方主要汇率决定理论

和国际收支理论一样，西方关于汇率决定理论各流派各立学说，言之有理，持之有据，但也均有一定的局限性，现依历史发展的延续将有关汇率决定的主要理论介绍分析如下。

1. 国际借贷说

国际借贷说(theory of international indebtedness)亦称外汇供求说(theory of demand and supply of foreign exchange)，出现和盛行于金币本位制度时期，是一战前以国际借贷来说明汇率变动的主要理论。1861年，英国经济学家G.J.戈森(G.J.Goschen)在其《外汇理论》一书中最早提出了这一学说，系统地解释了汇率决定与变动的原因。

1) 国际借贷说的基本内容

该理论认为，汇率变动主要取决于外汇资金流量市场的需求与供给。外汇的供求则与本国和外国的借贷有关，因为这种借贷关系要发生一定金额的外汇收支，所以外汇的供求主要取决于国际借贷。国际借贷不仅由于商品的输出入而产生，而且股票债券的买卖及资本交易也会产生国际借贷。戈森把国际借贷分为固定借贷(consolidated indebtedness)和流动借贷(floating indebtedness)两大类，前者指尚未达到支付阶段的借贷，后者指进入支付阶段的借贷，其中只有流动借贷对外汇供求产生影响。由于流动借贷的含义与狭义的国际收支即到期必须进行支付的国际收支含义一致，所以国际借贷说亦称国际收支说(theory of balance of payments)。

该学说认为汇率的变动主要取决于外汇供求，从需求方面看，外汇的需求增加而供给不变时，汇率上涨；外汇需求减少而供给不变时，汇率下跌。从供给方面看，当需求不变，供给增加时，汇率趋于下跌；外汇供给减少时，汇率上涨。只有当外汇供给恰好等于外汇需求时，汇率才是均衡的，此时的汇率称为均衡汇率。

2) 对国际借贷说的评价

国际借贷说正确指明在一战前金币本位制度下，因立即结清的各种支付差额受外汇供求的影响，从而引起汇率在黄金输送点上下限之间波动。这种以古典学派经济学价格理论中供求法则来解释汇率变动是符合客观实际的，但该理论也存在以下缺陷。

(1) 把外汇供求的变动作为汇率决定的根本因素，忽视了汇率的波动是围绕着两国货币实际所代表的价值对比关系进行的，即忽视了汇率变动的物质基础。

(2) 仅注意到实体经济因素与汇率间的因果关系，对汇率与货币供求和国际资本流动间的相互影响并未深入分析。

(3) 该学说只能解释金币本位制度下汇率变动的主要原因，不能解释纸币流通下汇率变动的原因。

2. 购买力平价理论

一战结束后，欧洲各国政府欲恢复在战争中崩溃的金本位制度，但由于各国在战争中物价上涨幅度不同，因而在什么水平上重新确定各国货币同黄金的比价这一问题上存在激烈的争论。这一历史背景为购买力平价理论的发展提供了契机。以货币的购买力作为汇率决定的根本思想最早由英国经济学家大卫·李嘉图(David Ricardo)提出，20世纪初由瑞典经济学家G.卡塞尔(G.Cassel)发展成为一种学说。卡塞尔在1922年出版了《1914年以后的货币和外汇》一书，系统阐述了购买力平价理论(the theory of purchasing power parity，PPP)。

1) 购买力平价理论的基本内容

卡塞尔的购买力平价理论的主要观点是：按照一定汇率购进外国货币，就是购进外国货币购买力，因为该货币在外国具有对一般商品的购买力；反之，本国人将本币售与外国

人，等于把本币对本国一般商品的购买力售与外国人。因此，本国货币所表示的对外国货币的比价即汇率，主要是以两国货币在各自国家所具有的购买力为依据的，故而决定两国货币汇率“首先最基本的依据”就是购买力平价。由于购买力是一般物价水平的倒数，因此，两国货币之间的汇率又可由两国物价水平之比来表示。

2) 购买力平价的两种表现形式

购买力平价有两种表现形式，一为绝对购买力平价(absolute purchasing power parity)；另一为相对购买力平价(belative purchasing power parity)。

(1) 绝对购买力平价。绝对购买力平价是指在一定的时间点上，两国货币汇率决定于两国货币的购买力之比。

如上所述，由于购买力是一般物价水平的倒数，则两国货币汇率决定于两国一般物价水平之商。以公式表示则为

$$R=\frac{R_A}{P_B}$$

式中：R 为汇率，即 1 单位 B 国货币以若干单位 A 国货币所表示的价格；P_A、P_B 分别为 A、B 两国的一般物价水平。卡塞尔认为，只有一个国家在市场上出售的全部商品和劳务的总价格水平才能代表一国货币的购买力，仅表现于进出口商品的价格水平是不全面的。

绝对购买力平价建立在自由贸易原则下的“一价定律”(law of one price)基础上。由于商品流通完全自由，国际间商品服务交换流通不受关税、外汇及歧视性待遇因素的限制与干扰，通过价值规律的套购活动，使国际间商品价格趋于一致，短期均衡汇率与购买力平价的背离保持在最低限度。可见，购买力平价理论建立在自由贸易基础之上，在实际中，国际间关税、外汇管制、配额等手段对汇率变动的影响未加考察，给予舍弃。

(2) 相对购买力平价

相对购买力平价认为，在一定时期内汇率的变动，受通货膨胀因素所制约。当两国通货膨胀出现差异，会使两国货币购买力发生变化，进而使汇率发生变动。如果以 R_1、R_0 分别表示一定时期和基期的汇率，I_A、I_B 分别表示 A、B 两国一定时期与基期的物价水平之比，则相对购买力平价可表示如下：

$$R_1=R_0\times\frac{I_A}{I_B}$$

可见，所谓相对购买力平价是指两国货币的汇率变化决定于它们购买力变化程度之比。

3) 对购买力平价理论的评价

购买力平价理论正确指出通货膨胀与汇率之间的内在联系并进行了有效的分析，从长期看，两国之间的汇率不可能较大地偏离购买力平价，所以说购买力平价理论在解释汇率长期变化趋势上是有说服力的。但是，该理论也存在重大缺陷。

(1) 设定的条件脱离现实。购买力平价理论只有在市场均衡、相对价格不变、货币保持中立时才能成立，这些条件的设立脱离了各国的经济现实。

(2) 论断偏颇，以偏概全。如前所述，影响汇率变化的因素是多种多样的，除通货膨胀状况外，国际收支状况、经济生产状况、资本流动状况甚至心理预期均对两国汇率变化产生影响，而购买力平价理论则认为通货膨胀状况是影响汇率变化的唯一因素。

(3) 忽视汇率与物价变动的相互影响。购买力平价理论认为，汇率与物价间的作用是

单向的，即物价决定汇率。而实际中它们之间的作用是互动的、双向的，即物价在影响汇率变动的同时，汇率变动对物价水平的变动也起着一定的反作用。

3. 利率平价理论

随着生产和资本国际化的不断发展，国际间资本移动的规模日益扩大，利率变动成为影响货币汇率尤其是短期汇率的一个重要因素，需要有一种新的理论来解释资本流动和利率变动与汇率决定的关系。利率平价理论(interest rate parity theory)的创始人是英国经济学家凯恩斯，他于1923年在其著作《论货币的改革》中较为系统地阐述了利率平价理论。他认为汇率变动与两国相对利差有关，投资者根据两国利差大小以对未来汇率的预期进行投资选择，以期获取收益或避免风险。

1) 利率平价理论的基本内容

利率平价理论认为，两国之间的即期汇率与远期汇率的关系与两国的利率有密切的联系。其主要出发点是，投资者投资于国内所得到的短期利率收益，应该与按即期汇率折成外汇在国外投资，再按远期汇率买回本国货币所得到的短期投资收益相同，一旦两者出现差异，投资者的套利行为仍将使汇率回复至均衡水平。

设本国利率为 I_a，外国利率为 I_b，S 为即期汇率，F 为远期汇率，汇率标价方法为直接标价法。

1 单位本币国内投资收益为 $1+I_a$，1 单位本币在外国投资，需先换成外币，则为 $\frac{1}{S}$，投资所得收益为 $\frac{1}{S}\times(1+I_b)$，再按远期汇率折成本币为，得 $\frac{1}{S}\times(1+I_b)\times F$，以便同本国投资收益进行比较。

如果两国收益不同，金融市场便会出现套利活动，但在本国与外国之间套利活动终止时，本国与外国投资收益应当相等，即

$$1+I_a=\frac{1}{S}\times(1+I_b)\times F=\frac{F}{S}(1+I_b) \quad ①$$

将①式整理得

$$\frac{F}{S}=\frac{1+I_a}{1+I_b} \quad ②$$

② 式两边各减去 1 得

$$\frac{F-S}{S}=\frac{I_a-I_b}{1+I_b} \quad ③$$

在③式中，如本国利率高于外国，即 $I_a>I_b$，则 $F>S$，即远期外汇汇率为升水，$\frac{F-S}{S}$为升水率；如本国利率水平外国，即 $I_a<I_b$，则 $F<S$，即远期外汇汇率为贴水，$\frac{F-S}{S}$为贴水率。如以 P 代表远期外汇升、贴水率，则③式可演变为

$$P=\frac{I_a-I_b}{1+I_b} \quad ④$$

④式变形后得

$$P+P\times I_b=I_a-I_b \quad ⑤$$

⑤式中的 P 和 Ib 均为百分数，其乘积数值较小可略而不计，⑤式可变为

$$P \approx I_a - I_b \quad ⑥$$

⑥式表明：远期外汇升、贴水率与本国与外国的利率差大致相等。

③式和⑥式称为利率平价，亦即“经抵补的利率平价”。公示表明：利率低的国家的货币其远期汇率必为升水；利率高的国家的货币，其远期汇率必为贴水；其升贴水率大致等于两种货币的利率差。

2) 对利率平价理论的评价

利率平价理论将汇率决定问题从商品市场转移到金融市场，坚持了汇率与利率之间的必然联系，指明利率与远期汇率的互动机制，对远期外汇市场的业务实践做出了比较完整的理论总结；同时该理论还指明即期汇率与利率之间的变动关系，即本币利率提高，会促使本币的即期汇率呈上涨趋势。这些论点在某种程度上纠正了已有汇率理论的片面性，把影响汇率的重要因素——利率，提高到一定高度，是 20 世纪前半期汇率理论的重大发展。但该理论也存在一定的缺陷，主要表现在以下方面。

(1) 假设条件没有考虑交易成本，一定程度脱离实际。利率平价理论设立的条件没有考虑交易成本，如果交易成本过高，不仅影响与汇率的关系，还会对市场投资者参与的积极性与获利产生影响，使远期市场不能充分发挥作用，从这一点说，该理论在一定程度上脱离实际。

(2) 理论实现的先决条件是外汇市场高度发达完善。该理论设定的套利套汇活动只能在资金自由流出入、对外汇交易不加以限制的金融市场高度发达的国家才能实现，如货币当局对资金流出入加以限制，该理论就不能实现。

(3) 远期外汇市场的资金流动并非供给弹性无限大。由于套汇套利资金的供给弹性不是无限大，所以即使国内外利率差距较大，也不会引起资金无限度地进行套汇套利活动，达到远期外汇的升、贴水率与两国利率差大致相等。

4. 货币主义汇率理论

货币主义者认为，汇率是两国货币的兑换比率，汇率的变化就是两国货币比价的变化反映，这从汇率的定义就可以得知，然而，在不考虑各国货币市场的情况下去分析汇率的决定与变动，难以得出有说服力的结论。货币主义者把汇率看成是两国货币的绝对价格，而不是两国商品的相对价格，强调货币供求在汇率决定过程中的作用。他们把购买力平价和货币数量方程式有机地结合起来，产生了基于货币供应量和实际产出的一种汇率理论，这就是货币主义的汇率决定理论。

20 世纪 70 年代初期，约翰逊、蒙代尔、杰弗里·弗兰克尔(Jeffrey Frankel)等经济学家以(Milton Friedman)弗里德曼的现代货币数量论为基础，创立了货币主义汇率理论(monetary approoch to exchange rate)。

1) 货币主义汇率理论的基本内容

货币主义汇率理论以下列假定作为基本前提条件：①具备高度发达的资本市场，即存在着资本的充分流动及本国和外国资产之间的充分可替代；②具备高效率的商品市场，商品的自由套购能保证“一价定律”在国际市场有效发挥作用；③具备高效率的外汇市场，市场参与者能根据所有信息做出合理预期，其预期能较大地影响市场上的汇率。

货币主义汇率理论的主要观点是：汇率是由货币市场的存量均衡所决定的，并主要受名义货币存量、实际国民收入水平、实际利率和预期通货膨胀率等因素的互动影响所制约，因此，他们得出的主要结论如下。

(1) 当一国名义货币存量(即货币供应量)增加时，国内物价水平上涨，本币贬值，本币对外汇率下浮。同理，当外国货币供应量增加时，则本币汇率上浮。

(2) 一国实际国民收入增加，导致货币需求上升，在名义货币供应量不变的情况下，会引起国内物价下降，通过购买力平价作用，必使本币对外汇率上浮；相反，当外国国民收入升高时，则本币汇率下浮。

(3) 当一国名义利率上涨时，导致该国实际货币余额需求的下降，从而抑制物价上涨，则本币对外汇率趋向升值；相反，当外国名义利率上涨时，本国货币趋向贬值。

(4) 预期的通货膨胀率对本币对外汇率升降有重要影响，特别在短期内对汇率影响更大。因为预期通货膨胀率较实际收入和名义货币存量等因素更容易发生变动，如果本国的预期通货膨胀率下降，则本币对外汇率上浮；如果外国的预期通货膨胀率下降，则本币对外汇率下浮。

2) 对货币主义汇率理论的评价

货币主义的汇率理论是在购买力平价理论和国际收支货币分析理论的基础上建立起来的，其对汇率理论发展的主要贡献在于：

(1) 它突出了货币因素在汇率决定和变动中的作用，强调了货币供给、国民收入和国民生产总值、利率和通货膨胀预期等因素对汇率的影响，在一定程度上克服了传统的汇率理论的局限性，纠正了战后汇率理论研究中长期忽视货币因素的缺陷。

(2) 它正确地指出了货币供给状况及货币政策与汇率变动的直接联系，从而为在浮动汇率制度下如何更好地运用和协调货币政策与汇率政策来加强宏观经济调控和国际收支调节，从理论上奠定了基础。

(3) 它改变了汇率理论的研究方法，使汇率理论研究从传统的国际收支分析和中长期分析逐步转向了资产市场分析、短期分析和动态分析。尤其是它指出了在出现持续通货膨胀的情况下，人们对通货膨胀的预期是影响汇率变动的重要因素。

货币主义汇率理论的主要缺陷在于：

(1) 该理论片面地强调了货币因素的作用，忽视了经济结构等实际因素的影响。它只注意了货币市场总的均衡，而忽视了经济结构等实际因素的影响；忽视了对各个部分结构的分析，并颠倒了实际因素与货币因素之间的因果关系。

(2) 该理论侧重于汇率的长期分析，忽视了短期因素对汇率的影响。它所赖以建立的一些基本假定，如两国之间始终保持购买力平价、国内价格对货币供应量有充分弹性等，在短期内难以成立，这使它在解释汇率的短期波动时出现了一些矛盾。

(3) 该理论假定浮动汇率制度能够保证国际收支平衡，而在现实中国际收支不平衡是经常性的长期存在的现象。

(4) 该理论的某些假设条件过于严格，如货币中立、资产完全替代等在现实生活中并不成立，虽然这些条件简化了对问题的分析，但同时也削弱了该理论的说服力。

5. 资产组合理论

资产组合理论(portfolio balance theory)是 1959 年由美国经济学家(H.M.)马柯维茨

(H.M.Markowitz)首先提出，并由美国著名经济学家詹姆斯·托宾(James Tobin)加以发展的。该理论最初主要是帮助证券投资者对各种不同收益率和风险性的资产进行分析和选择，调整其多样化的资产结构，以实现收益率与安全性最佳的证券投资组合。20 世纪 70 年代中后期，西方国家的一些经济学家将其运用于外汇市场，分析人们对各种有价证券、金融资产的选择和投资组合行为对汇率决定的作用，从而形成了一种新的汇率理论。由于该理论将汇率看作是资产市场中的以不同货币计值的资产的相对价格，汇率水平取决于资产市场中的投资者的资产调整组合行为，因此也被称为“资产市场说”或“资产组合说”。

1) 资产组合理论的基本内容

资产组合理论对汇率的分析以下列假定为基本前提条件。

(1) 一国私人部门(包括个人和企业)至少持有本国货币、本国债券(代表非货币金融资产)和外国债券(代表外国金融资产)3 种资产，按照一定的比例组合构成了一国的全部名义财富。

(2) 各种资产之间存在收益率和风险的差别，因而不可完全替代。这一点是资产组合平衡模型与货币分析模型的主要区别。正是由于资产的不可完全替代性，每个投资者有必要选择将自己的资本均衡地分投在不同种类的资产上，以实现最佳的收益与风险对比关系。各种资产在财富总额中所占的比例，取决于各种资产收益率和汇率风险的大小及财富总量的大小。但无论怎样发生变化，最终都会在资产市场上达到平衡。

(3) 人们在国际投资活动中厌恶风险，特别是厌恶汇率风险，从而要求风险报酬(Risk Premium)。因此尽管资本具有较高的流动性，但是无抵补利率平价仍不能成立，即两国的利差不等于预期的汇率变动，其差额为风险报酬。风险报酬的存在说明国与国之间的实际利率会产生差异(不完全相等)，同时也说明本国债券与外国债券不具有完全的替代性。

(4) 假定财富是外生变量，任何收益率的变动只能引起人们调整资产组合比例，而不会改变财富总量。

(5) 假定资产市场处于均衡状态，即货币供给等于货币需求，本国债券供给等于本国债券需求，外国债券供给等于外国债券需求。货币需求、本国债券需求和外国债券需求都是本国和外国的利率及预期汇率变动率的函数。

资产组合理论的基本观点如下。

(1) 汇率是由货币因素和实体因素诱发的资产调节和资产评估过程共同决定的。汇率的变动是由投资者对金融资产选择的变动所引起的，而金融资产不同的收益率水平，则是产生金融资产组合调整的根本动力，因此，所有影响预期收益的因素都会通过金融资产组合的重新调整来影响汇率。

(2) 在金融资产组合调整与重组过程中，由于利率、心理预期等因素的变动对持有人的成本和收益产生重要影响，因而促进资产持有人对各种资产的存量及时进行大幅度的调整重组，以便迅速再建资产组合的均衡。这种调整必会引起汇率在短期内较大幅度的波动，成为汇率短期波动的根本原因。

(3) 与资产存量瞬间大幅度调整形成鲜明对比的是贸易流量小幅度缓慢变动。其原因在于贸易流量的调整涉及到实体经济的变化，如生产结构的调整、资源的重新配置等，而这些变化短期内很难完成，因此贸易流量在短期内不会发生大幅度的增减，所以贸易流量的调整在短期内对汇率的变动不会产生较大的影响。但是，从长期看，贸易流量或真实市场的变化对汇率变动所造成的影响将占主导地位。

由此可见，资产组合理论将金融资产的存量调整与贸易流量的调整在幅度和速度方向的区分是重要而且有现实意义的，有利于加深对短期和长期汇率变动原因的分析和理解。

2) 对资产组合理论的评价

与资产组合理论提出以前的西方汇率理论相比较，资产组合理论的主要贡献在于以下几个方面。

(1) 该理论实现了对汇率本质及汇率决定过程认识的革新。传统的汇率理论仅仅将汇率作为货币的价格，认为汇率决定于市场流量的均衡。资产组合平衡理论则认为汇率是资产的价格，因而决定于市场存量的均衡。

(2) 该理论既强调货币因素对汇率的影响，又强调实际经济因素对汇率的影响；既强调资本项目交易的重要性，又纳入了经常项目收支的影响；既强调短期因素对汇率变动的决定作用，又进行了长期均衡的分析。它采用了一般均衡分析的方法，将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定的分析，因此其观点比以往的任何一种汇率理论都更加全面，根据该理论所导出的汇率分析模型，可以将以往的各种汇率分析模型都作为它的一个特例而包括进去。

(3) 该理论的某些假定比传统的汇率理论的假定更接近现实，如关于各种资产之间只有高度的可替代性而不是完全的可替代性的假定。尤其是它强调了对于汇率变动的预期因素在汇率决定中的作用，这对于理解汇率波动的易变性有很大的帮助。

(4) 该理论看到了由资产组合行为所引起的资本流动等因素对汇率日益增大的影响，并对这些影响进行了较为详细的研究。从当前的实际情形来看，由于选择和持有本币和外币金融资产的交易量远远超过了经常项目的交易量，资产市场的选择行为对于解释短期汇率的变动确实有着一定的说服力。

资产组合理论也存在着明显的缺陷。

(1) 资产组合理论抽象了真实收入与真实财富及其相互作用，片面强调了资本流动的作用。尽管该理论也把经常项目以间接的方式纳入了其分析模型中，但实际上忽视了实物交易和贸易差额对汇率变动所起的重要作用。

(2) 该理论仅适用于金融市场高度发达、资本管制和外汇管制十分宽松，资本可以自由流动的国家，并且要求短期资本对利率差异的变动非常敏感，本国资产与外国资产之间具有高度的替换性，否则资产选择对汇率的影响就要大打折扣。

(3) 该理论必须以实行自由浮动汇率制度，外汇汇率在外汇市场上由供求双方自由决定为前提条件，如果实行固定汇率或其他限制汇率的制度，该理论也将失去实际意义。

(4) 资产选择不仅要考虑金融资产的实际收益率，还要考虑预期的价格、利率和汇率的变动对实际收益的影响，因此其分析模型比其他汇率理论要复杂得多。

2.4 汇率制度及其选择

汇率制度(exchange rate regime)又称汇率安排，是指一国对本币与外币的比价所做出的安排与规定，如规定本国货币对外价值、规定汇率波动幅度、规定本国货币与其他货币的汇率关系、规定影响和干预汇率变动的方式等。没有一种汇率制度能够在任何时期适应所有国家，因此合理的汇率制度选择是一国面临的重要问题。

2.4.1 固定汇率制度

1. 固定汇率制度的概念

固定汇率制度(fixed rate system)，就是两国货币比价基本固定，并把两国货币比价的波动幅度控制在一定的范围之内。

实行固定汇率制的国家，政府运用行政手段或法律手段制定本国货币与某种参考物之间的固定比率，参考物的选择可以是黄金，也可以是某一种货币，还可以是一组货币。在货币制度的发展史上，国际性的固定汇率制度有金本位体系下的固定汇率制度和布雷顿森林体系下的以美元为基轴货币的固定汇率制度两种。需要指出的是，所谓采取固定汇率并不是完全保持汇率不变，只是汇率基本固定或将汇率的波动幅度限制在一个规定的范围内。在金本位制度下，汇率决定的基础是铸币平价，黄金输送点是汇率波动的限界。布雷顿森林体系下，决定汇率的基础是金平价，国际货币基金组织规定汇率可以在金平价上下各 1%的范围内波动，一般以±1%来表示。

例如，二战后英镑的法定含金量为 3.581 34 克黄金，美元的法定含金量为 0.888 671 克黄金，英镑与美元的金平价为 GBP1＝USD4.03，这就是固定汇率制度下英镑与美元汇率确定的基础。1 英镑∶4.03 美元的比价必然会随着外汇市场的供求状况不断变动，但国际货币基金组织规定汇价波动幅度不能超过金平价 1∶4.03 的±1%。如果波动幅度超过±1%，政府有义务采取措施把汇率维持在规定的范围内。

2. 维持固定汇率所采取的措施

在布雷顿森林体系下，各国货币当局为维持国际货币基金组织所规定的汇率波动幅度，通常采取以下措施。

1) 提高贴现率

这是各国中央银行用以调节经济与汇价的一种手段。如前所述，在美国外汇市场如果英镑价格上涨，接近 4.070 3 美元的上限水平，美国货币当局则可提高贴现率，贴现率一提高，其他利率如存款利率，也随之提高，国际游资为追求较高的利息收入，会将原有资金调成美元，存入美国，从而增加对美元的需求，引起美元对外汇价的提高。

2) 动用黄金外汇储备

一国黄金外汇储备不仅作为国际交往中的周转金，而且也是维持该国货币汇率稳定的后备力量。例如，伦敦市场的英镑汇率下跌至低于官定下限 3.989 7 美元，则英国动用美元外汇储备，在市场投放美元，从而缓和需求，促使英镑汇率上涨。

3) 外汇管制

一国黄金外汇储备的规模有限，一遇本币汇率剧烈下跌，就无力在市场上大量投放外币以买进本币，因此，还会借助外汇管制的手段，直接限制某些外汇的支出。

4) 举借外债或签订互换货币协定

哪种外币在本国外汇市场短缺，则向该种外币发行国借用，投放市场以平抑汇率。20 世纪 60 年代以后，美国曾与 14 个国家签订互换货币协定(swap agreement)，签约国一方如对某种外汇需求急迫时，可立即从对方国家取得，投放市场，无须临时磋商。

5) 实行货币公开贬值

如果一国国际收支逆差严重，对外汇需求数额甚巨，靠上述措施不足以稳定本币汇率时，就常常实行公开贬值(devaluation)，降低本国货币金平价，提高外币价格，在新的金平价对比基础上，减少外汇需求，增加出口收入，追求新的汇率的稳定。

3. 固定汇率的作用

1) 固定汇率对国际贸易和投资的作用

固定汇率为国际贸易与投资提供了较为稳定的环境，降低了汇率的风险，便于进出口成本核算，以及国际投资项目的利润评估，从而有利于对外贸易的发展，对某些西方国家的对外经济扩张与资本输出有一定的促进作用。

但是，在外汇市场动荡时期，固定汇率制度也易于招致国际游资的冲击，引起国际外汇制度的动荡与混乱。当一国国际收支恶化，国际游资突然从该国转移，换取外国货币时，该国为了维持汇率的限界，不得不拿出黄金外汇储备在市场上供应，从而引起黄金大量流失和外汇储备的急剧所见。如果黄金外汇储备急剧流失后仍不能平抑汇价，该国最后有可能采取法定贬值的措施。一国的法定贬值又会引起与其经济关系密切的国家同时采取贬值措施，从而导致整个汇率制度与货币体系的极度混乱与动荡。经过一定时期以后，外汇市场与各国的货币制度才能恢复相对平静，在未恢复相对平静以前的一段时间内，进出口贸易商对接单订货常抱观望态度，从而使国际贸易的交往在某种程度上出现中止停顿的现象。

2) 固定汇率对国内经济和国内经济政策的影响

在固定汇率制度下，一国很难执行独立的国内经济政策。

第一，固定汇率制度下，一国的货币政策很难奏效。为紧缩投资、治理通货膨胀而采取紧缩的货币政策，提高利息率，但却因此吸引了外资的流入，从而达不到紧缩投资的目的。相反，为刺激投资而降低利率，却又造成资金外流。

第二，固定汇率制度下，为维持固定汇率，一国往往须以牺牲国内经济目标为代价。例如，一国国内通货膨胀严重，该国为治理通货膨胀，实行紧缩的货币政策和财政政策，提高贴现率，增加税收等。但由于本国利率的提高，势必会引起资本流入，造成资本项目顺差，由于税收增加，势必造成总需求减少，进口减少，出口增加，造成贸易收支顺差，这就使得本币汇率上升，不利于固定汇率的维持。因此，该国政府为维持固定汇率，不得不放弃为实现国内经济目标所需采取的国内经济政策。

3) 固定汇率使一国国内经济暴露在国际经济动荡之中，由于一国有维持固定汇率的义务，因此当其他国家的经济出现各种问题而导致汇率波动时，该国就必须进行干预，从而也受到相应的影响。例如，外国出现通货膨胀而导致其汇率下降，本国为维持固定汇率而抛出本币购买该贬值外币，从而增加本国货币供给，诱发了本国通货膨胀。

总之，固定汇率使对应成员国的经济紧密相关，相互影响，一国出现经济动荡，必然波及他国，同时，也是一国很难实行独立的国内经济政策。

4. 波动幅度的扩大

西方国家普遍实行纸币流通制度以后，长期存在着通货膨胀，国际收支危机也日益加深，币值动荡不稳，这充分表明不具备实行固定汇率的基础，但是美国利用战后其他国家经济遭受破坏，物资缺少，资金匮乏，存在严重的“美元荒”的困境，强令其他国家接受

以美元为基轴货币的固定汇率制度，以达到其扩张的目的。

但是，由于政治经济情况发展的不平衡，特别是美国发动朝鲜战争以后，美国的国际收支也陷入危机，世界性的“美元灾”开始出现。

20 世纪 60 年代后，由于美国又发动了越南战争，它的国际收支危机进一步恶化，而联邦德国和日本的国际收支与金融力量相对增强，美元的霸权地位受到挑战。继 1960 年爆发的战后第一次美元危机之后，1968 年 3 月～1973 年 3 月 5 年之内就爆发了 9 次美元危机。在各国国际收支状况极不稳定、货币强弱经常变化的情况下，硬要维持固定汇率制度日益困难，并对美元十分不利。因为，美元的地位相对说来已越来越弱，在货币风暴袭来时，它经常是被抛售的对象。要维持固定汇率，不使美元汇率下跌，美国就要拿出巨额的黄金储备，或举借巨额外债，在市场进行干预。这就使得美国在维持固定汇率方面困难重重，负担很大，并且由于美元在战后初期对外价值定的偏高，对美国改善对外贸易和国际收支状况也是不利的。所以，美国不得不在 1971 年 12 月把美元法定贬值 7.89%，将黄金官价从每盎司 35 美元提高为 38 美元。在第一次美元贬值后，西方国家汇率重新进行调整，把各国货币对美元汇率波动幅度由原来规定的在金平价的上下各 1%，扩大为金平价上下各 2.25%，固定汇率波动的幅度较战后初期扩大了一倍以上。

在美元危机严重、国际收支危机普遍加深、外汇市场不断动荡的情况下，要在国际范围内维持固定汇率已日益困难。但是在个别的区域性经济共同体内部，为了加强成员国之间的政治经济联系，逐步向货币—财政一体化过渡，仍在推行固定汇率，如当时的西欧共同市场就是这样。

在 1971 年 12 月美元贬值后，一些国家暂时不能规定纸币的黄金平价，只规定本国货币对特别提款权或某种货币的汇率，作为计算本国货币对其他国家货币汇率的标准，这种汇率称为中心汇率(central rate)。与这种情况相适应的是其官定上下限就以中心汇率作为标准。

固定汇率波动幅度扩大后，仍不能解决联邦德国、日本等金融实力相对增强的国家与美元危机日益加深的矛盾。因为像联邦德国、日本等国为了维持其本国货币与美元的固定汇率，在发生为抢购本国货币而抛售美元的风潮时，就需要投入大量的本国货币来收回在市场上抛售出来的美元，否则本国货币的汇率就要上涨，美元的汇率就要下跌，扩大了的固定汇率的波动幅度就不能维持。1973 年 2 月 1 日～1973 年 3 月 1 日 1 个月中，由于美元连续发生危机，西欧市场上抛售的美元估计在 120 亿以上，为了维持固定汇率，仅联邦德国就购进了 80 多亿美元，约合 250 多亿德国马克。这就是说，联邦德国在一个月的时间里，投放到流通中的货币就增加了 250 亿德国马克。这实际上使联邦德国的通货膨胀更加严重，从而增加其进口成本，削弱其对外竞争能力。这实际上也是美国转嫁通货膨胀、削弱其竞争对手的一种手段。联邦德国等国家当然要激烈反对固定汇率，固定汇率制度也日益难以维持。到 1973 年美元第二次贬值后，固定汇率制度终于垮台。西方国家已不再承担维持对美元固定汇率的义务，对美元都实行了浮动汇率制度，从二战后到 1973 年支撑了 27 年的固定汇率制度终于成为了历史的陈迹。必须指出，实行不同类型的浮动汇率制度主要是经济比较发达的国家，广大发展中国家仍实行不同形式的固定汇率制度，如平行钉住汇率制度、爬行钉住汇率制度、可调整钉住汇率制度等。

2.4.2 浮动汇率制度

1. 浮动汇率制度的概念

浮动汇率制度(Floating rate system)，即对本国货币与外国货币的比价不加以固定，也不规定汇率波动的限界，而听任外汇市场根据供求状况的变化自发决定本币对外币的汇率。外币供给大于需求，外币汇率就下跌(下浮)；外币需求大于供给，外汇的汇率就上涨(上浮)。西方国家政府不再承担把汇率维持在某种限界的义务，表面上对外汇市场不加以干涉。

2. 浮动汇率的类型

1) 清洁浮动与肮脏浮动

从政府是否干预外汇市场来划分，可分为清洁浮动(clean float)和肮脏浮动(dirty float)。

清洁浮动又叫自由浮动，是指政府完全不干涉外汇市场的汇率制度。这是纯理论上的划分，事实上并不存在。

肮脏浮动或者叫作管理浮动，是指政府不时地干涉外汇市场，以使本币汇率的变动符合自己实现国内外经济政策目标的需要。目前各主要工业国所实行的都是管理浮动。

政府干预汇率汇率的方式主要有 3 种：一是直接干预，即货币当局直接进入外汇市场买卖外汇，直接影响汇率的生成；二是运用财政、货币政策，通过财政、货币政策的运用引起国内经济变量的变动，从而间接影响外汇市场上的外汇供求，达到间接影响汇率生成的目的；三是采取直接管制措施，通过贸易、外汇、税收或其他方面的管制措施的实施或加强可对外汇市场上汇率的生成起到立竿见影的效果。

2) 单独浮动与联合浮动

从实行浮动汇率制度的国家是否组成国家集团这一角度来划分，可分为单独浮动和联合浮动(joint float)。

单独浮动就是一国不与其他国家组成集团而单独实行浮动汇率制度，如美国、日本、加拿大、瑞士等国均属单独浮动。

联合浮动是指某些国家组成集团来实行浮动汇率制度，如 1973 年 3 月欧洲共同体六国(联邦德国、法国、比利时、荷兰、卢森堡和丹麦)决定实行联合浮动。在联合浮动下，成员国之间的货币保持固定汇率，波动幅度不得超过各自货币比价的±1.125%。当某成员国的货币受到冲击时，其他五国采取一致行动，干预市场，以维持六国之间的固定汇率，但对美元和其他货币的汇率则实行共同浮动。

1979 年 3 月，欧洲共同体国家建立了欧洲货币体系(european monetary system，EMS)后，成员国的货币与欧洲货币体系内部的欧洲货币单位确定了比价，并重申成员国之间维持固定比价，对非成员国实行联合浮动，20 世纪 80 年代，希腊、西班牙、葡萄牙，1995 年芬兰、奥地利、瑞典先后参加了欧洲共同体，在这些国家中，除英国、希腊、瑞典外，其余国家均参加了联合浮动。

3. 浮动汇率的作用

1) 浮动汇率对金融和外贸的影响

一般讲，实行浮动汇率在国际金融市场上可防止国际游资对某些主要国家货币的冲击，防止外汇储备的大量流失，使货币公开贬值与升值的危机得以避免。从这个角度看，它在

一定程度上可保持西方国家货币制度的相对稳定。由于没有维持货币固定比价的义务，某一国家的货币汇率是随外汇市场上的供求关系而自动涨落的，因此一般不会发生过去那种大量资金冲击联邦德国马克、以较低汇率购进联邦德国马克、待其升值后出售，以获取大量投机利润的现象。一国货币在国际市场上大量被抛售时，因该国无维持固定比价的义务，一般无须立即动用外汇储备大量购进本国货币，这样本国的外汇储备就不致急剧流失，西方国家的货币也不致发生重大的动荡。有些西方经济学者还认为在浮动汇率制度下，一定时期内的汇率波动不会立即直接影响国内的货币流通，国内紧缩或放宽的货币政策仍可贯彻执行，国内经济则得以保持稳定。

在浮动汇率制度下，汇率的自由升降虽可阻挡国际游资的冲击，但却容易因投机或谣言引起汇率的暴涨暴跌，造成汇率波动频繁和波辐较大的局面。在固定汇率制度下，因国家的干预，汇率波动并不频繁，其波动幅度也不过是平价上下的 1%，但在浮动汇率制度下，汇率波动则极为频繁和剧烈，有时一周里汇率波动幅度能达 10%，甚至在一天里就能达 5%。这进一步促使投机者利用汇率差价进行投机活动，来获取投机利润。但汇率剧跌，常常使他们受到巨大损失。因投机亏损而引起的银行倒闭之风，在 20 世纪 80～90 年代曾严重地威胁着西方金融市场，银行因投机亏损而倒闭的事件时有发生。

浮动汇率波动的频繁与剧烈，也会增加国际贸易的风险，使进出口贸易的成本加大或不易核算，影响对外贸易的开展。同时，这也促进了外汇期权、外汇期货、远期合同等汇率风险防范业务的创新与发展。

2) 浮动汇率对国内经济和国内经济政策的影响

与固定汇率相比，浮动汇率下一国无义务维持本国货币的固定比价，因而得以根据本国国情，独立自主地采取各项经济政策。同时，由于在浮动汇率下，为追求高利率的投机资本往往受到汇率波动的打击，因而减缓国际游资对一国的冲击，从而使其货币政策能产生一定的预期效果。

由于各国没有维持固定汇率界限的义务，所以，在浮动汇率下一国国内经济受到他国经济动荡的影响一般相对较小。

综上论述可以看出，固定汇率制度和浮动汇率制度各有长处也各有不足，为方便比较，我们通过表 2-3 将固定汇率制度和浮动汇率制度最主要的优缺点做一个概括。从本质上看，两种汇率制度的比较与选择，实际上就是各国政策当局对汇率安排“可信度”与“灵活性”的权衡。或许正是因为这种二者不可兼得的不完美，经济现实中的汇率制度选择才变得更具挑战性。

表 2-3　固定汇率制度与浮动汇率制度比较

	固定汇率制	浮动汇率制
优点	1．有利于国际贸易和投资活动 2．有利于抑制国内通货膨胀 3．防止外汇投机，稳定外汇市场 4．作为外部约束，防止不正当竞争危害世界经济	1．汇率反映国际交往真实情况 2．外部均衡可自动实现，不引起国内经济波动 3．可自动调节短期资金流动，预防投机冲击 4．增强本国货币政策自主性 5．避免通货膨胀跨国传播
缺点	1．容易输入国外通货膨胀 2．货币政策丧失独立性 3．容易出现内外均衡冲突	1．增大不确定性和外汇风险危害 2．外汇市场动荡，容易引发资金频繁移动和投机 3．容易滥用汇率政策

2.4.3 货币局制度和美元化

1. 货币局制度

最早的货币局是1849年在毛里求斯设立的，它是英国向殖民地提供稳定和可转换货币的一种制度创新。随着20世纪五六十年代殖民地国家的相继独立，带有殖民经济色彩的货币局制度(currency board system)被中央银行制度所代替，货币局制度逐渐衰落。从20世纪90年代开始，部分发展中国家转向货币局制度，出现了货币局制度的复兴。

这里要进一步强调的是，货币局制度是一种关于货币发行和兑换的制度安排，而不仅仅是一种汇率制度。首先，它是一种货币发行制度，它以法律的形式规定当局发行的货币必须要有外汇储备或硬通货的全额支持；其次，它才是一种汇率制度，保证本币和外币之间在需要时可按照事先确定的汇率进行无限制的兑换。其运行机制如下：货币发行机构按照法定汇率以100%的外汇储备作为保证发行本币；当市场汇率高于法定汇率时，货币发行机构卖出外汇从而回笼本币，当市场汇率低于法定汇率时，货币发行机构买进外汇从而发行本币，以保持市场汇率的稳定。

1) 货币局制度的主要特征

(1) 100%的货币发行保证。典型的货币局制度要求本币的发行必须有100%的外汇储备或硬通货作为发行准备。其他汇率制度通常没有此规定。

(2) 货币完全可兑换。在货币局制度下，不论是经常项目还是资本项目下的交易，本币与锚货币的兑换完全不受限制，且100%的锚货币作为本币发行保证的规定也确保了货币完全可兑换的实现。

(3) 汇率稳定。实行货币局制度的货币当局制定本币与锚货币的固定比率(官方汇率或法定汇率)，并通过其外汇市场的调节机制(即其运行机制)及其他一些制度安排(如100%的货币发行保证、完全可兑换、严格财政发行及有限的最后贷款人职能)以维持市场汇率的稳定。这一点与其他弹性较高的浮动汇率制度不同。

2) 货币局制度的优缺点

(1) 货币局制度的优点。

第一，货币局制度有利于抑制通货膨胀。100%的货币发行保证客观上使一国政府无法利用发行本币的方式来弥补财政赤字。在这种强有力的货币约束下，通货膨胀从根源上得到了很好的抑制。

第二，货币局制度有助于保证货币发行机构的相对独立性。100%的货币发行准备的制度可保护货币发行机构不受政府和其他利益集团的政治压力，保持相对的独立性。

第三，货币局制度有助于国际收支自动调节机制的有效运行。在货币局制度下，当发生国际收支顺差时，该国货币倾向于升值，当局为维持固定比率必然进入外汇市场干预。其结果是外汇储备增加，货币发行随之增加，基础货币扩张，价格水平上升，出口减少进口增加，国际收支顺差减少直至恢复平衡。

第四，货币局制度有利于国际贸易和投资的发展。由于本币和锚货币之间汇率基本稳定，这样就从根本上消除了外汇风险，也免除了因防范风险而付出的成本。

(2) 货币局制度的缺陷如下。

第一，货币局制度不易隔离外来冲击的影响。在纯粹的货币局制度下，货币当局不能

向政府提供融资，也不能作为银行系统的最后贷款人，或从事公开市场业务且汇率固定，这些特征使一国在遭受外部冲击、需要调整国际收支时，不能采取汇率手段或其他调节措施(如财政、货币政策)来隔离外来冲击的影响。

第二，实行货币局制度的国家完全丧失了其货币政策的独立性。即锚货币发行国采取何种货币政策，实行货币局制度的国家就必须采取相应的货币政策，完全无法决定其货币发行量及利率。当实行货币局制度的国家与锚货币发行国经济发展基本相同时问题不大，而当两国经济出现相反发展趋势时，则会产生蒙代尔提出的“不可能三角”(Impossible Triangle)问题。例如，外汇储备货币发行国采取扩张性货币政策，降低利率，而实行货币局制度国家从国内经济状况出发仍维持原定利率不变，则资金流入增加，本币倾向于升值，固定汇率无法维持，因而该国也只好采取相应的降低国内利率的措施以维持汇率的稳定。但却进一步加重了国内经济的不均衡。

第三，货币局制度下的固定汇率易导致投机攻击。货币局制度存在一个内部缺陷，即本币发行是以某一种外汇作为保证，如果本国或本地区经济与锚货币发行国不一致，本币高估或低估的情况将不断发生。在国际资本流动程度较高的情况下，容易导致国际投机资本的攻击。且货币局制度下的投机是一种无风险的投机活动。即使投机失败，由于汇率固定也不会有很大损失。因而，实行固定汇率制度的国家经常成为投机者攻击的对象。例如，机构投资者 1992 年对英国，1994 年对墨西哥、阿根廷，1997 年对泰国、马来西亚、中国香港，1998 年再度对中国香港的投机性攻击，都是从钉住汇率制度开始的，结果给这些国家和地区造成严重的损失。

阅读资料 2-3

“不可能三角”理论

“不可能三角”理论立足于以下前提假设：①资本账户开放；②国内外所有货币、证券资产充分代替，即资本自由流动；③国内产出供给富有弹性；④小国开放模型。在此前提下，研究结果表明：固定汇率制度下财政政策有效，货币政策无效；而浮动汇率制度下货币政策有效，财政政策无效。在蒙代尔-弗莱明模型的基础上形成的“三元悖论”(the impossible trinity)成为指导或解释汇率制度选择的经典，即资本自由流动、固定汇率和货币政策独立性三者之间存在着“不可能三角”。莫里斯·奥布斯菲尔德(Maurice Obstfeld)和肯尼斯·罗格夫(Kenneth Rogoff，1996)从中精炼出“不可能三角”理论。保罗·克鲁格曼(Paul Krugman，1997)和杰弗里·弗兰克尔(Jeffrey A. Frankel，1999)将其形式化为“不可能三角”模型：一国在进行汇率制度选择时就要权衡一下三者的目标权重，要想同时实现其中两个目标就不可能实现第三个目标。这样，如果选择了资本自由流动和货币政策独立性，那么浮动汇率就是合意的。易纲(2001)又将蒙代尔“不可能三角”理论扩展，提出了扩展三角假说。弗兰克还提出了“半独立、半稳定”的组合，扩展三角对这种结构也进行了诠释。

(资料来源：翟东升. 中国为什么有前途：对外经济关系的战略潜能[M]. 北京：机械工业出版社，2010.)

2. 中国香港的联系汇率制

中国香港的联系汇率制度是一种典型的货币局制度。中国香港特别行政区在回归祖国前于二战后至 1972 年 7 月曾实行过港元钉住英镑的固定汇率制度；1972 年 7 月～1974 年 11 月实行过港元盯住美元的固定汇率制度；1974 年 11 月～1983 年 10 月又实行了自由浮动汇率制度；最后于 1983 年 10 月开始实行港元与美元的联系汇率制度，一直迄今。

1) 港元联系汇率制度的内容

港元联系汇率制度包括以下主要内容：①中国香港特别行政区的发钞银行(目前有汇丰银行、渣打银行和中国银行)如发行港钞，要按 USD1＝HKD7.8 的固定汇率向外汇基金(现并入金融管理局)交存美元，并换取负债证明书，作为港钞的发行准备。②如发钞银行向外汇基金退回港钞与负债证明书，则按 USD1＝HKD7.8 的固定汇率赎回美元。③众多商业银行等金融机构需要港钞也按上述比价，向发钞银行交付美元领取港钞；如退回港钞，则按原比价，赎回美元。

上述联系汇率制度规定的 USD1＝HKD7.8 的固定汇率只适用于发钞银行与外汇基金及商业银行等与发钞银行之间的发钞准备规定；在香港外汇市场上的港元与美元的交易并不受此约束，汇率变动由市场供求力量决定。

由此可见，中国香港特别行政区实际存在两种汇率，一种是发钞银行与外汇基金及商业银行等与发钞银行之间的发行汇率，也即 USD1＝HKD7.8 的联系汇率；另一种是在外汇市场受供求关系决定的市场汇率。

2) 联系汇率制度的自我维护机制

在市场经济条件下，联系汇率制度通过两个内在联系的渠道进行自我调节，迫使外汇市场的汇率不致严重偏离联系汇率(USD1＝HKD7.8)，以保证联系汇率制度的稳定性。这两个渠道一为发钞银行与商业银行在外汇市场的套利活动；另一为货币市场资金的增减与利率的升降。将两条渠道的具体运作过程分析如下。

(1) 商业银行与发钞银行的套利活动。

商业银行与发钞银行套利活动影响外汇市场的运作过程如下：

如外汇市场港元贬值，美元对港元的比价为 USD1＝HKD7.9，出于套利的动机，一定会发生商业银行对发钞银行，同时发钞银行对外汇基金，以 USD1＝HKD7.8 的固定汇率退回负债证明书及港元，赎回美元；然后再以 USD1＝HKD7.9 的市场汇率在外汇市场抛售美元，获取汇率差价的利益。结果，外汇市场的美元供应增多，美元汇价下降，逐步接近 USD1＝HKD7.8 的联系汇率。

如外汇市场港元升值，美元对港元的比价为 USD1＝HKD7.7，出于套利动机，商业银行及发钞银行在外汇市场以港元按 USD1＝HKD7.7 的市场汇率购买美元，然后以 USD1＝HKD7.8 的联系汇率向外汇基金交付美元，发行(或领取)港钞及负债证明书。如此反复，外汇市场对美元的需求增多，美元汇价上涨，逐步接近 USD1＝HKD7.8 的联系汇率水平。

(2) 货币市场的资金增减与利率升降。

货币市场资金增减与利率升降影响外汇市场的运作过程如下：

如外汇市场港元贬值，USD1＝HKD7.9，在上述套利动机驱使下，由于商业银行及发钞银行以港元退回外汇基金赎回美元，市场港元供应必会减少，通货紧缩，港元利率上涨；同时美元及其他外币资金也会流入香港外汇市场追求较高的利息收入，其结果美元及其他外币资金供应增加，美元汇率开始下跌，逐步接近 USD1＝HKD7.8 的联系汇率水平。

如外汇市场港元升值，USD1＝HKD7.7，其运作过程与上述情况相反，也会迫使市场汇率接近联系汇率水平。

3) 联系汇率制度的作用

(1) 联系汇率制度与货币发行机制和汇率机制较好地结合，因而具有稳定汇率和自动调节国际收支平衡的作用。

首先，联系汇率制度的推行建立在严格的货币发行准备制度的基础上，只有具备充足的美元准备才能发行钞票，保证货币的稳定。这就杜绝了滥发钞票、货币贬值的发生。发行准备坚实，是保证货币稳定、汇率稳定的根本。

其次，如上所述，当国际收支失衡，外资流出，外币汇率上涨，本币贬值时，则本币发行准备减少，通货紧缩，利率提高，其结果可减少需求，压缩进口，缓解国际收支逆差，使汇率趋于平稳。而当国际收支暂时保持顺差，外币汇率下跌，本币升值时，则本币发行准备增加，通货增多，利率下降，其结果可增加需求，增加进口，缓解顺差，使汇率趋于平稳。

实践证明，联系汇率制度在维持港元汇率的稳定、促进中国香港特别行政区的经济发展中起着重要的作用。

(2) 市场机制作用充分发挥，行政干预大大减少。在严格货币发行的基础上，市场外汇交易完全放开，由市场的供求机制决定汇率，“套汇”、“套利”活动使利率成为汇率稳定的平衡器，从而使市场中的汇价既反映市场的供求关系，又保持相对稳定。

3. 美元化

按照国际货币基金组织的观点，美元化是指一国居民在其资产中持有相当大一部分外币资产(主要是美元)，美元大量进入流通领域，具备货币的全部或部分职能，并具有逐步取代本国货币，成为该国经济活动的主要媒介的趋势，因而美元化实质上是一种狭义或程度较深的货币替代现象。这里的“美元”泛指一切被选择作为替代货币的强势货币，其中主要是美元，因为大多数实行美元化的国家所选择的替代货币是美元，但也可以是指其他的替代货币，如欧元或法郎。美元化包括“非官方美元化”和“官方美元化”，前者是指私人机构用美元来完成货币的职能，但还没有形成为一种货币制度，也称为“事实美元化”、“过程美元化”、“部分美元化” 或“非正式的美元化”；后者是指货币当局明确宣布用美元取代本币，美元化已作为一项货币制度被确定下来，也称为“政策美元化”、“完全美元化”或“正式的美元化”。

1) 美元化问题的形成、发展和现状

美元化问题最初引起人们注意是在 20 世纪七八十年代。一方面，当时的拉美国家由于长期采取一些不恰当的经济政策措施使得这些国家国内经济特别是金融领域产生了许多不稳定因素。例如，长期以来货币纪律的松弛导致通货膨胀率持续上升，多年的金融抑制造成名义利率水平过低，产业结构不合理导致国际收支长期逆差及债务危机的困扰等。这些因素的存在使得人们失去了对本国货币的信任。与此同时，许多拉美国家采取了开放国内市场和金融自由化措施，取消了原先严格的外汇管制，放松了本币与外币自由兑换的限制，允许本国居民持有外国资产和外国资本进入国内金融市场进行投资。这些措施的实施为大规模的货币替代提供了便利条件。在这种情况下，国内居民为了防范风险、减少损失和日常交易的方便，大规模、持续地持有和使用美元，从而形成了“事实美元化”或“民间美元化”现象。

为控制通货膨胀，一些拉美国家采取了相对固定的汇率制度，如货币局制度和传统的钉住制度等。进入 20 世纪 90 年代，这些国家的恶性通货膨胀得到控制，但钉住汇率制度却频频遭到国际游资的冲击，结果爆发了 1994 年年末的墨西哥金融危机和 1999 年年初的巴西金融动荡，使拉美各国深受其害。金融危机的频繁爆发使人们对汇率制度的讨论热烈起来，实行钉住汇率制度的国家也开始考虑如何减少危机，特别是通过传染而爆发的危机的风险问题。传统的危机防范理论强调良好的宏观经济基础、充足的外汇储备和紧急援助的作用，但近来有经济学家认为，伴随国际游资的迅速膨胀，货币危机具有自我实现的机制，即使一国的宏观经济状况良好、外汇储备充足，也很难防范蓄意的投机冲击。在这种情况下，一些经济学家提出了一种解决方案：无汇率制，即实行彻底的美元化，以消除汇率不稳定的根源。这一建议在当时(1999 年金融危机后)的背景下大受欢迎。

美元化通常以一国境内流通的美元现金和美元存款来衡量，即以国内银行体系的外币存款占广义货币的比例来衡量美元化程度。根据国际货币基金组织的一份研究报告，1998 年外币存款(主要是美元)占货币供应量 50%以上的国家有 7 个，占 30%～50%的有 12 个，占 15%～20%的国家就更多了。在东欧和苏联各加盟共和国等诸过渡经济体中，这一比率高达 30%～60%，甚至超过了许多拉美国家。此比率最高的国家为玻利维亚，达 82%，土耳其为 46%，阿根廷为 44%，俄罗斯、波兰、希腊和菲律宾则均为 20%左右，墨西哥为 7%。但是，如果把美元化理解为一种货币制度或汇率制度，那么根据国际货币基金组织的统计，到 2004 年 6 月 30 日，世界上只有 9 个国家或经济体实现了完全的美元化，除了最早于 1904 年实行美元化的巴拿马及一些西太平洋的岛国和圣马力诺共和国、帝汶岛以外，厄瓜多尔和萨尔瓦多分别于 2000 年 9 月和 2001 年 1 月开始实行美元化。尽管美元化作为一种汇率制度在 1999 年金融危机后的阿根廷拥有很大市场，但 2001 年年底阿根廷再次发生经济及社会危机后最终放弃，转而于 2002 年初实行浮动汇率制度。

2) 美元化的风险和收益

对于任何国家而言，每一种汇率制度都有利有弊。美元化作为一种汇率制度，也有其必然的收益和风险。

美元化的收益主要体现在以下几个方面。

(1) 完全美元化有助于消除外汇风险，降低交易成本，促进贸易和投资的发展，促进与国际市场的融合。交易成本主要是指由于货币不同而引起的成本。实行美元化的国家不存在货币兑换问题，因而可节省兑换的手续费；实行美元化的国家也不存在汇率问题，因而可避免由于汇率风险而损失的贸易机会及贸易和投资过程中进行套期保值的成本。外汇风险的消除、成本的降低有利于促进该国贸易和投资的双向发展，从而促进与国际市场的融合，实现国际经济一体化。

(2) 完全美元化有助于避免国际投机攻击。实行美元化的国家原来大多采取钉住汇率制，本币经常高估或低估，很容易招致投机攻击而崩溃。实行美元化后，不存在汇率问题，因而可减少外来资本对该国货币的投机攻击。

(3) 完全美元化有助于约束政府行为，避免恶性通货膨胀的发生。实行美元化后，该国政府不可能通过发行本币的方式来融通财政赤字，从而迫使政府接受更硬性的预算约束，有效地避免恶性通货膨胀的发生。

(4) 完全美元化有助于提高货币的可信度，为长期融资提供保障。由于本币脆弱，缺

乏可信度，大多新兴市场经济国家不存在本币计值的中长期信贷市场，这是引发危机的“原罪”(original sin)。因为国内经济体在对长期项目融资时，他们只能选择本币短期借款，然后逐期续借，导致期限不匹配，极易受利率波动的影响；或者选择外币长期借款，但因其只有本币收益，因而造成资产负债的货币不匹配，使其极易受汇率波动的影响，造成整体经济的脆弱。银行体系流动性的突然恶化或本币突然贬值会对债务人造成极其严重的后果，从而引发危机，而美元化则为长期融资提供了保障。

美元化的风险主要包括以下几个方面。

(1) 实行美元化的国家会损失大量铸币税。这种损失可细化为存量损失(stock cost)和流量损失(flow cost)两种。前者是最初用外币(美元)取代本币所带来的铸币税损失，后者指美元化后年复一年的铸币税损失。本来实行美元化国家的央行可通过发行货币来购买真实资产，取得铸币税收益，而在美元化后，这笔收入则由该国货币当局转移到外国货币当局。

(2) 实行美元化的国家会失去货币政策的自主性。保持货币政策的自主性至少有三方面的好处：第一，可以使国内利率免受外部利率变化的冲击。第二，货币当局可以用货币政策作为反周期需求管理的政策工具，以消除由于商业周期或贸易冲击造成的周期性经济波动。第三，独立的货币政策可被用来避免严重的经济紧缩。完全美元化意味着要长期执行美国的货币政策，因而失去了货币政策的自主性及其相应的好处。

(3) 实行美元化的国家最后贷款人能力会受到一定的制约。中央银行一个重要的功能是作为银行体系的最后贷款人。如果银行出现流动性问题，一个可供选择的方法是从货币当局借款，央行有时通过发行新的货币来提供流动性，以防止银行恐慌。但在美元化的情况下，央行由于不能印制货币而使其作为最后贷款人的能力受到限制。当然，这并不意味着央行完全失去了作为最后贷款人的能力，央行可选择其他一些方法继续对本国银行提供流动性支持。例如，与美国签订双边美元化条款，并在合约条款中要求允许国内银行进入美联储的贴现窗口；对于拥有大量外汇储备的国家可采取创建稳定基金的方式对银行提供紧急援助，或与国际商业银行安排信用限额，以便在银行危机的情况下应急。

其他国家货币制度的美元化对美国也会产生一定的影响。对美国而言，美元化可能带来的最明显的负面影响就是美元化形成了美元化国家对美国货币政策的依赖性，因而美元化国家将有动机去影响美联储的决策；另外，美国可能被迫介入调整美元区内其他经济体的经济失衡；同时，如果美元化经济体的数量和规模均达到一定的水平，则它们的经济周期或状况亦会对美国的货币政策产生影响。此外，美元化虽然可以消除汇率风险，但是它并不能保证美元化经济体的各商业银行不出现支付困难。这样美国还必须就是否成为商业银行的最终贷款者做出选择。尽管存在上述疑问，但美元化确实能够为美国带来进一步的收益。这种收益首先表现在使铸币税有稳定的、持久化的和广泛的来源方面。换言之，美元化，特别是单边美元化经济体所损失的铸币税，即为美国的铸币收益。其次，美元化将会为美元区的经济稳定发展创造良好的条件，从而使美国从中获益。最后，从技术上讲，与欧元区建立相比，美元区有一个明显的优势，即它拥有一个强大的中央国家在政治上予以支持。

2.4.4 目前世界汇率制度的类型

在 1999 年以前，国际货币基金组织根据各国政府对汇率的干预程度和干预方式不同，将管理浮动划分为钉住浮动、有限弹性浮动和较高弹性浮动三大类。我国人民币汇率被列为较高弹性浮动下的其他管理浮动类。

由于在 1999 年以前的二十多年中国际货币基金组织对于会员国汇率制度的分类是根据各国官方宣布的汇率安排及各国向国际货币基金组织报送的资料来进行的，而实际上各国官方宣布的汇率安排与其实际的汇率安排很有可能不一致。在这种情况下，1999 年 1 月，国际货币基金组织对各会员国的汇率制度进行了重新分类，根据各会员国汇率安排的实际情况，按照汇率制度弹性的大小以及是否存在对于给定汇率路径(目标)的正式或非正式的承诺，将汇率制度划分为八大类。

(1) 无独立法定通货的汇率安排。无独立法定通货的汇率安排是指以另一国家的通货作为唯一的法定通货(如正式的美元化)，或属于某一货币联盟，在这一货币联盟中其成员共同使用某种货币(如欧元区国家)。采取这种汇率制度意味着该国完全丧失了对本国货币政策的独立控制权。

(2) 货币局制度。货币局制度是指以立法形式明确规定，承诺本币与某一确定的外国货币(该货币通常被称为“锚货币”)之间可以按某一固定比率进行无限制兑换，并要求货币发行当局确保这一兑换义务的实现。这意味着国内货币必须要以确定的外国货币作为充足保证的情况下才可以发行，且必须保持充足的外汇资产作为支持，这削弱了传统中央银行的功能，如货币控制及最后贷款人职能，给自主性的货币政策留下的空间很小。

(3) 其他传统的固定钉住安排。其他传统的固定钉住安排是指一国将本国货币钉住另一货币或一篮子货币，与其保持固定比率。在这种制度下，货币当局无须承诺货币平价的不可撤销。汇率可以在围绕中心汇率上下最多不超过 1%的范围内波动，或将汇率的最高值和最低值维持在中心汇率的 2%的范围内至少 3 个月。货币当局随时准备通过直接干预或间接干预维持汇率的稳定。间接干预的货币政策弹性尽管有限但是比无法定通货和货币局制度下大，因为传统的中央银行职能还是有可能实行，而且货币当局可调整汇率平价的水平。采取固定钉住汇率制度的国家大多为发展中国家，我国的汇率制度属于这一类。

需要注意的是，这里所说的其他传统的固定钉住安排与布雷顿森林体系下的可调整的钉住汇率制度不同。前者是在浮动汇率制度下的一种汇率安排；而后者属于固定汇率制度的范畴。

(4) 水平区间钉住。水平区间钉住是指本币对外币仍然规定固定比价，但波动幅度相对其他传统的固定钉住安排大，为平价上下至少 1%的范围，或其最高值和最低值可超过 2%的范围波动。它还包括欧洲货币体系汇率机制中的国家的汇率制度，这些国家的货币在 1999 年 1 月 1 日转换成欧元。在这种制度下，货币政策的独立性仍然有限，取决于水平波动带的宽度。

(5) 爬行钉住。爬行钉住是指将本国货币钉住外国货币，经常根据选定的数量指标(如对主要贸易伙伴国的以往的通胀率差异，对主要贸易伙伴国的通胀率目标与预期通胀率之间的差异)进行小幅度调整。爬行的幅度可根据以往通胀变动对汇率变动的要求来设置，也可根据预期未来可能发生的通胀情况来设置。

(6) 爬行区间钉住。爬行区间钉住与爬行钉住基本相同，只不过规定的波动幅度较大，可超过上下 1%及 2%的波幅。货币政策的独立性取决于波幅的宽度。

(7) 不事先公布干预路径(目标)的管理浮动。不事先公布干预路径(目标)的管理浮动制度下，货币当局试图影响汇率，但没有明确的干预目标。管理汇率所依据的指标很广泛(如国际收支状况、国际储备状况)，调整可能不是主动的。采取这种汇率制度的主要是一些亚洲和非洲的发展中国家。

(8) 独立浮动。独立浮动制度下，汇率是由市场决定的，任何官方干预旨在缓和汇率变动及防止汇率的过度波动，而不在于将汇率稳定在某一汇率水平。在这一汇率制度下，理论上，当局可追求独立的货币政策目标。采用这种汇率制度的主要是美国、英国、日本、加拿大、澳大利亚、瑞士等发达工业国及一些新兴的工业化国家。

2.5 人民币汇率制度

如前所述，汇率制度是一国对本币与外币比价做出的安排与规定，我国对人民币与外币比价做出的安排与规定随经济发展阶段的不同而发生变更，人民币汇率制度的形成大致可划分为 4 个时期分别介绍如下。

2.5.1 计划经济时期的人民币汇率制度

新中国成立初期根据国内外物价比价，确定人民币对美元的汇率。由于各地物价水平不同，形成各地区间的汇率差异。随着 1950 年 7 月全国财经统一制度的建立，人民币开始实行全国统一的汇率，由中国人民银行对外发布。

从 1953 年开始，为反对美国对我国的经济制裁，人民币汇率改为钉住英镑，但其对美元的汇率保持固定不变，只是在 1971 年 12 月 18 日美元兑换黄金官价贬值 7.89%后，人民币对美元的汇率才由 1955 年的 1 美元兑换 2.461 8 元人民币上调为 1 美元兑换 2.267 3 元人民币。

1973 年 3 月西方主要国家普遍实行浮动汇率制度后，为避免国际通货膨胀与汇率波动的冲击，人民币对外汇率采取钉住加权的“一篮子货币”原则来确定，随篮内货币平均均价的变动情况，人民币汇价作相应调整，人民币对美元比价仅在 1978 年就调整了 61 次。

这一时期人民币汇率制度的主要特点是汇率由国家严格管理与控制，汇率随经济形势而发展变化，汇率呈现固定与浮动交替出现的情况。汇率的变化对外汇收支不发挥调节作用，只作为计划经济内部的核算工具。

2.5.2 经济转轨时期的人民币汇率制度

十一届三中全会后，我国进入社会主义市场经济过渡改革开放新时期，为克服汇率长期僵化与人民币高估的状况，适应外贸体制改革，加强经济核算，我国从 1981 年 1 月起，实施双重汇率制度，在既有官方汇率之外，又制定了贸易外汇内部结算价。前者适用于旅游、运输、保险等服务项目和经常项目下侨汇的外汇结算，后者则用于贸易外汇结算，从而形成官方牌价与贸易外汇内部结算价双重汇率并存的局面。

此后，为消除人民币的高估，使人民币汇价同国内物价水平相适应，官方牌价曾多次下调，1985 年 1 月 1 日起正式取消了贸易外汇内部结算价，官方汇率同时适用于贸易结算和非贸易结算。随着我国外汇留成制的推行，为了调剂留成外汇的余缺，促进涉外企业的外汇买卖，1985 年在深圳成立了第一个外汇调剂中心，到 1988 年 3 月全国各地普遍建立了外汇调剂中心，开放调剂市场，从而又形成了官方汇率与调剂市场汇率并存的双重汇率局面。此种并存汇率在一定阶段虽起一定的积极作用，但随着时间的推移，其造成的市场混乱和对人民币稳定的影响也不能低估。

这一时期人民币汇率制度的特点是从单一汇率转为双重汇率，两种不同形式的汇率并存 13 年之久。

2.5.3　1994 年以后的人民币汇率制度

1994 年 1 月 1 日，我国宣布进行外汇体制改革，人民币官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨，实行以市场供求关系为基础的单一的、有管理的浮动汇率制度，取消 1993 年 12 月 31 日 1 美元兑换 5.8 元人民币的官方汇率，实行以 1 美元兑换 7.8 元人民币为起点的有管理的浮动汇率。

新汇率制度实行后，受市场供求关系的影响，人民币汇率一直保持稳中有升的态势。1997 年夏亚洲金融危机爆发后，周边国家和地区的货币相继贬值，为保持人民币对外汇率的稳定，我国主动收窄人民币汇率浮动区间，以维护亚洲金融稳定和世界经济的发展。

2005 年 7 月 21 日，中国人民银行发布改革人民币汇率形成机制，人民币对美元汇率由 1 美元兑换 8.266 5 元人民币一次性升值 2%达到 8.110 0 元人民币，人民币不再单一钉住美元，开始实行以市场供求为基础的、参考“一篮子货币”进行调节的、有管理的浮动汇率制度。

2.5.4　现行人民币汇率形成机制

现行人民币汇率形成机制是通过两步改革实现的，即 2005 年 7 月“人民币汇率形成机制的改革”与 2010 年 6 月“进一步推进人民币汇率改革，增强人民币汇率弹性”。

1. 2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革

2005 年 7 月，我国对人民币汇率形成机制开始进一步改革，人民币不再钉住单一美元，而选择若干与我国对外经济关系密切的主要货币组成货币“篮子”，赋予不同权重；同时根据国内外经济金融形势的变化，以市场供求为基础，参考“一篮子货币”计算出人民币多变汇率指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节，使其在合理均衡水平上保持基本稳定。必须指出的是，参考“一篮子货币”并非钉住一篮子货币，外汇市场的供求关系既是汇率变动的基础，也是货币当局调整汇率的重要依据。这就是我国现行有管理浮动汇率制度的主要内涵。

(1) 篮子货币选取与权重确定的原则。这主要根据我国对外贸易、外债(付息)、外商直接投资分红等外经贸活动占较大比重的主要国家或地区货币组成，按关系大小给予不同比重。

(2) 中间汇率的确定。中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前，向市场的做市商询价，以此作为人民币对美元汇率中间价计算的基础，去掉最高价与最低价后，将各做市商报价予以加权平均，得出当日人民币对美元汇率的中间价。

(3) 人民币汇率波动区间。银行间外汇市场，在中国人民银行公布的美元交易中间价上下 0.3%的幅度内浮动。非美元货币对人民币交易价在中国人民银行公布该货币当日交易中间价上下 1.5%～3%的幅度内浮动。

银行对客户美元现汇牌价实行最大买卖差价不得超过中国外汇交易中心公布交易中间价的 1%的非对称管理，只要现汇卖出买入的差价不超过当日交易中间价的 1%，且卖出与

买入形成的区间包含当日交易中间价即可。银行对客户美元现钞卖出与买入差价不得超过交易中间价的 4%。银行可在规定差价幅度内自行调整当日美元挂牌价格，实行一日多价制。外汇指定银行可自行决定对客户挂牌非美元货币对人民币的现钞买卖价，无买卖差价幅度的限制。

2. 2010 年 6 月进一步推进人民币汇率形成机制改革

2010 年 6 月 20 日，根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考“一篮子货币”进行调节、有管理的浮动汇率制度。几年来，人民币汇率形成机制改革有序推进，取得了预期的效果，发挥了积极的作用。在 2007 年国际金融危机最严重的时候，许多国家货币对美元大幅贬值，而人民币汇率保持了基本稳定，为抵御国际金融危机发挥了重要作用，为亚洲乃至全球经济的复苏作出了巨大贡献，也展示了我国促进全球经济平衡的努力。当前全球经济逐步复苏，我国经济回升向好的基础进一步巩固，经济运行已趋于平稳，有必要进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。

此次在 2005 年汇改基础上进一步推进人民币汇率形成机制改革，人民币汇率不进行一次性重估调整，重在坚持以市场供求为基础，参考“一篮子货币”进行调节，继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。此次进一步推进人民币汇率形成机制改革，不会增加银行办理外汇兑换业务的成本。与全球大多数国家和地区相比，我国企业和个人办理兑换业务的成本是很低的。目前银行柜台办理企业和个人结售汇业务的价格是根据银行间市场实时变动的外汇价格加减一定点差形成的。按现行规定，银行间外汇市场的人民币兑美元交易价的日浮动幅度为美元交易中间价上下 5‰，银行对客户挂牌的美元对人民币现汇买卖价差不得超过美元交易中间价的 1%，现钞买卖价差不得超过美元交易中间价的 4%，我们将继续执行这一规定。

2.5.5 人民币汇率的新问题：人民币升值

1. 人民币升值的背景

自 2002 年以来，国际社会，特别是美国、日本、欧洲联盟(以下简称欧盟)成员国等，出于政治的、经济的目的，极力敦促人民币升值，有的国家还派官员到中国游说人民币升值，有的甚至试图利用会议通过议案的形式向中国施压。在这种态势下，人民币继亚洲金融危机之后又遇到了一次更大的压力，人民币汇率的走向再次成为世界关注的焦点。从实际国情来看，随着中国经济的快速增长，出口和外汇储备大幅增加，人民生活显著改善，外资大量涌入，对人民币需求较以前明显上升，购买力也大大提高，因此人民币在长期内确实存在升值的压力。

2. 人民币呈快速升值趋势

自 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革以来，人民币汇率的走势基本上是不断升值的。汇改初期，人民币兑美元汇率中间价波动的标准差基本在 0.30 以下，2005 年 7～12 月，仅

有 8 月份该值大于 0.30。而进入 2006 年以来，随着汇率中间价确定方式的调整，人民币汇率波幅明显扩大。3 月份人民币对美元汇率中间价波动的标准差达到 0.96，4 月、5 月维持在 0.50 以上。而 2006 年 5 月 15 日破“8”更是可以理解为人民币汇率波动区间在逐渐加大的信号。在 1∶8 左右人民币汇率进行一段的震荡调整后，人民币汇率于 2006 年 7 月 19 真正进入“7”的轨道，并开始加速升值。2008 年 4 月 10 日，人民币对美元汇率中间价破“7”，以 USD1＝CNY6.992 0 改写了汇改以来的新高纪录，在全球关注的目光中，人民币汇率毫无悬念地进入了“6”时代。人民币对美元汇率中间价进入“6”时代后，升值记录不断被刷新，2012 年 2 月 10 日人民币对美元汇率中间价为 USD1＝CNY6.293 7，首次突破 6.3 关口。与 2005 年汇改前的人民币对美元汇率 USD1＝CNY8.276 5 相比，2012 年 10 月 12 日人民币对美元汇率为 USD1＝CNY6.257 8，7 年来累积升幅逾 32%。2008 年 4 月 10 日后人民币兑美元汇率的变动情况情况见 2-4。

表 2-4　2008 年 4 月 10 日后人民币对美元汇率的变动情况

日　　期	人民币美元汇率	变动情况
2008 年 4 月 10 日	6.992 0	首次突破 7.0 关口
2008 年 6 月 17 日	6.891 9	首次突破 6.9 关口
2010 年 6 月 22 日	6.798 0	首次突破 6.8 关口
2010 年 9 月 21 日	6.699 7	首次突破 6.7 关口
2011 年 1 月 13 日	6.599 7	首次突破 6.6 关口
2011 年 4 月 29 日	6.499 0	首次突破 6.5 关口
2011 年 8 月 11 日	6.399 1	首次突破 6.4 关口
2012 年 2 月 10 日	6.293 7	首次突破 6.3 关口

3. 人民币升值的利与弊

讨论人民币升值问题，首先要客观分析它究竟有哪些利和弊，然后才能得出公正合理的结论。人民币如果适度升值，可以带来以下个好处：第一，可以扩大国内消费者对进口产品的需求，使他们得到更多的实惠；第二，可以减轻进口能源和原料的成本负担；第三，有利于促进我国产业结构调整，改善我国在国际分工中的地位。长期以来，我国依靠廉价劳动密集型产品的数量扩张实行出口导向战略，使出口结构长期得不到优化。人民币适当升值，有利于推动出口企业提高技术水平，改进产品档次，从而促进产业结构调整；第四，有助于缓和我国与主要贸易伙伴的关系，树立我国作为一个大国的良好国际形象。

但是，如果人民币升值幅度过大，或时机把握不当，将会带来以下几方面的弊端：第一，对我国出口企业特别是劳动密集型企业造成冲击。在国际市场上，我国产品尤其是劳动密集型产品的出口价格远低于别国同类产品价格。究其原因，一是我国劳动力价格低廉，二是由于激烈的竞争而导致的竞相采取低价销售的策略。人民币一旦升值以外币表示的出口产品的价格上升，如要维持出口产品的价格不变，则势必挤压出口企业的利润空间，对出口企业造成冲击。第二，不利于我国引进境外直接投资。人民币升值后，虽然对已在中国投资的外商不会产生实质性影响但是对即将来中国投资的外商会产生不利影响，使他们的投资成本上升。第三，加大国内就业压力。人民币升值对出口企业和对华直接投资的影

响，最终将体现在就业上，使就业形势更为严峻。第四，影响金融市场的稳定。第五，影响金融市场的稳定。人民币如果升值，大量境外短期投机资本就会乘机而入，大肆炒作人民币汇率，在中国金融市场发育还很不健全的情况下，很容易引发金融货币危机。第六，巨额外汇储备将面临缩水的威胁。2012 年 9 月末，我国的外汇储备高达 3.29 万亿美元，充足的外汇储备虽然是我国经济实力不断增强、对外开放水平日益提高的重要标志，但也存在人民币对美元等主要储备货币升值过大而导致外汇储备缩水的风险。

由此可见，人民币升值恰似一把双刃剑，有利也有弊。所以我国应在正确应对外部压力的同时，结合我国自身的经济发展状况，进一步深化人民币汇率改革。

阅读资料 2-4

全球贸易保护愈演愈烈，逼人民币升值意欲何为？

2009 年，在全球贸易保护愈演愈烈的风潮中，逼迫人民币升值的老调又被西方重弹，欧美各方对中国外贸施压的行动，正隐隐升级。为什么西方国家这么热衷于人民币升值呢？

表面上看，西方国家在放任美元、欧元贬值的同时要求人民币升值的主要原因，无非是为了减少对我国的贸易逆差。但实际上，重弹人民币升值的老调意在转移视线，推卸责任，让包括中国在内的世界各国为美国巨额的贸易赤字、财政赤字“买单”。为摆脱金融危机，美国正在利用其美元的霸权地位，以及美元作为国际贸易计价货币的便利，执行“弱势美元”政策，放任美元贬值，而无理地要求其他国家货币升值。因为美元贬值的最大受益者是美国，受害者则是世界各国及正在脆弱复苏的全球经济。

毫无疑问，人民币升值不利于世界经济复苏，因为目前全球经济复苏情况不稳，世界主要经济体国家的汇率不应该突然改变。如果中国急剧拉高人民币汇率，将严重扭曲经济发展的正常轨迹，西方国家也并不能因此减少贸易逆差，一方面其他制造业大国将随即填补中国制造留下的空白，另一方面需以更高的价钱进口必需的中国产品，因此贸易赤字将进一步扩大。另外，一旦因为人民币急剧升值导致中国经济陷入低谷，西方国家以中国为主要市场的相关企业势必遭受重大损失。所以，迫使人民币升值来解决自身问题的做法既不利人，也不利己，更不公平。

从理论上看，以贸易平衡状况论断人民币汇率没有意义，在美元本位的国际货币体系下，双边贸易失衡是常态，从来都不是汇率的问题。从现实情况看，货币汇率对改善顺差影响甚小，不论是当年的德国，还是现在的欧元区，以及日本等国，都延续了几十年对美国贸易顺差的贸易地位。这些国家和地区货币兑美元的汇率机制都是完全浮动的，但对改善双边贸易的失衡没有任何作用。

中国出口大量劳动密集型产品，但中国仅是制造环节，处于营销环节的西方国家的进口商获得了大量利润。正如西方需要逐步强化金融监管、改变过度消费习惯、强化实体经济一样，中国也需循序渐进地实施外贸结构、经济结构调整和汇率改革。当前，中国政府已经着手转变经济增长方式，调整收入分配结构和扩大内需，但这需要时间，不可能一蹴而就。

目前，中国实行的是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，这既符合中国实际情况，又体现了对国际社会的高度负责。在当前全球应对金融危机的大背景下，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，不仅有利于亚洲地区经济的稳定发展，还有利于世界经济的稳定发展。

未来，中国将根据经济发展水平、经济运行状况和国际收支状况，在深化金融改革中进一步探索和完善人民币汇率形成机制。这项改革是一项涉及多方面的系统工程。从根本上讲，世界经济的持续发展需要一个稳定的国际货币环境。我们更希望看到美元、日元、欧元等主要国际储备货币的汇率保持相对稳定，从而减少汇率波动给全球经济带来的不确定性。

本章小结

外汇是国际汇兑的简称，外汇的概念有动态和静态之分。静态的外汇又有广义和狭义之分。广义的外汇是指可以用作国际清偿的支付手段和资产；狭义的外汇是指以外币所表示的用于国际结算的支付手段。一种外币资产成为外汇必须具备3个前提条件：自由兑换性；可接受性；可偿性。

外汇汇率又称为外汇汇价，是用一个国家的货币折算成另一个国家的货币的比率、比价或价格。汇率的标价方法包括直接标价法、间接标价法、美元标价法和非美元标价法。根据不同的角度，汇率可以分为多种类型，如买入汇率、卖出汇率、中间汇率与钞价；电汇汇率、信汇汇率与票汇汇率；即期汇率与远期汇率；基本汇率与交叉汇率；贸易汇率与金融汇率；同业汇率与商人汇率等。

汇率是不同国家货币之间的比价，货币具有的或代表的价值决定汇率水平的基础。在不同的货币制度下，汇率决定的基础也不相同。在金本位制度下，铸币平价是汇率决定的基础，汇率围绕黄金输送点波动；纸币本位制度经历了两个阶段：规定法定含金量的固定汇率时期和无法规定含金量的浮动汇率时期。纸币流通条件下的固定汇率制度时期的汇率决定的基础是两国纸币的金平价。纸币流通条件下浮动汇率时期的汇率决定的基础是货币的购买力。

一国汇率变动会受到宏观经济形势、宏观经济政策与利率差异、国际收支状况、经济增长差异、主要经济数据、市场预期、政府干预和重大国际事件等影响。而汇率的变动反过来也对一国的国际收支、外汇储备、物价水平、国民收入与就业及国际经济关系造成影响。

西方汇率决定理论主要有国际借贷说、购买力平价理论、利率平价理论、货币主义利率理论、资产组合理论等。

汇率制度又称汇率安排，是指一国对本币与外币的比价所做出的安排与规定。按汇率变动的幅度，汇率制度被分为两大类型：固定汇率制度和浮动汇率制度。

固定汇率制度，就是两国货币比价基本固定，并把两国货币比价的波动幅度控制在一定的范围之内。

维持固定汇率所采取的措施主要有提高贴现率、动用外汇储备、实施外汇管制、举借外债或签订互换货币协定、实行货币公开贬值等。

浮动汇率制度，即对本国货币与外国货币的比价不加以固定，也不规定汇率波动的限界，而听任外汇市场根据供求状况的变化自发决定本币对外币的汇率。

货币局是最早是1849年在毛里求斯设立的，它是英国向殖民地提供稳定和可转换货币的一种制度创新。它是一种关于货币发行和兑换的制度安排。

美元化是指一国居民在其资产中持有相当大一部分外币资产(主要是美元)，美元大量进入流通领域，具备货币的全部或部分职能，并具有逐步取代本国货币，成为该国经济活动的主要媒介的趋势，因而美元化实质上是一种狭义或程度较深的货币替代现象。

我国人民币汇率制度的形成经历了计划经济时期、经济转轨时期、1994年汇率改革、2005年和2010年深化及完善改革4个时期。

练　习　题

一、选择题

1．以下不属于狭义的静态外汇的是(　　)。

A．以外币表示的银行汇票　　B．以外币表示的有价证券

C．以外币表示的支票　　D．以外币表示的银行存款

2．影响汇率变动的根本原因在于该国的(　　)。

A．通货膨胀水平　　B．利率水平　　C．国际收支状况　　D．经济状况

3．一国货币贬值会对一国国内经济产生重大影响，会引起(　　)。

A．国内物价下降　　B．国内物价上涨　　C．国民收入下降　　D．就业人数减少

4．考虑贬值能否改善贸易收支时，需注意的问题有(　　)。

A．通胀　　B．乘数　　C．弹性　　D．时滞

5．浮动汇率制度(　　)。

A．使汇率波动频繁而剧烈　　B．提高了世界物价水平

C．不能促进各国政府协调　　D．对发展中国家不利

二、填空题

1．外汇具有3个基本特征：(　　)、(　　)和可偿还性。

2．购买力平价有两种形式：(　　)解释某一时点上汇率决定的基础，(　　)解释某一时段上汇率变动的原因。

3．传统上，按照汇率变动的方式，汇率制度可分为(　　)与(　　)两大主要类型。1973年以后，世界主要工业国实行的是(　　)。

4．联合浮动是指某些国家出于经济发展的需要，组成某种形式的(　　)，在成员国之间实行的是(　　)。

5．2005年7月22日起，我国实行以(　　)为基础，参照(　　)进行调节的有管理的浮动汇率制度。

三、判断题

1．银行买入外国现钞的价格要高于现汇买入价。　(　　)

2．国际借贷说认为外汇汇率是由国际收支状况决定的。　(　　)

3．一般来说，贬值能够起到改善贸易收支的效果。　(　　)

4．在金本位只下，市场上的汇率总是等同于铸币平价。　(　　)

5．买入汇率是客户向经营外汇的银行买入外汇时使用的汇率。　(　　)

四、思考题

1．影响汇率变动的长期和短期因素各有哪些？

2．一国货币贬值对该国国际收支有哪些影响？

3．简述不同货币制度下汇率决定的基础。

4．绝对购买力平价与相对购买力平价有何异同？

5．试推导抛补的利率平价公式。

6．试对固定汇率制度与浮动汇率制度进行比较。

7．简述中国香港联系汇率制度的自我维护机制。

8．简述我国人民币汇率制度的沿革。

五、案例分析

人民币快步升值连破5“关”升值倒逼出口企业升级

2011年4月28日，人民币对美元汇率中间价为1美元对人民币6.505 1元，较上一交易日(6.509 6)上升44个基点，创汇改重启以来的新高。2001年4月份以来，人民币对美元中间价汇率已接连突破6 .55、6.54、6.53、6.52、6.51五个整数关口，为汇改重启以来少见，升值步伐明显加快。

受人民币升值影响，出口企业利润受损。2011年4月25日，商务部财务司处长公开表示，人民币面临巨大的升值压力，中小企业融资成本不断上升，2010年，我国出口企业平均利润率为1.47%，低于工业企业平均利润水平。2011年1至2月，企业出口利润率进一步下降到1.44%。

佛山最大的陶瓷出口企业亚洲陶瓷控股有限公司总裁蒲鼎新接受南方都市报记者采访表示，人民币升

值多少，该企业的成本便直接上升多少，最近人民币加快升值，给该企业乃至佛山陶瓷业都带来很大影响。由于很多出口合约是升值前签订的，现在出货，出口企业只能自己承受利润损失。对于接下来的新出口订单，蒲鼎新表示将根据人民升值幅度作同等幅度的提价，但从以往经验看，国外买家能够接受提价的不到50%。而从整个陶瓷控股有限公司出口行业看，蒲鼎新估计，像亚洲陶瓷这样具有议价能力、敢于提价的企业，也只有一半左右，其他企业尤其是小企业，大都自己承受。这样一来，人民币升值所带来的成本，只有不到1/4能够转嫁给外国消费者，大部分都被出口企业吸纳，利润率由此下降。据他了解，近来佛山有部分小陶瓷企业因此倒闭。

此前，对外经贸大学中国国际货币研究中心主任孙华好做的专题研究发现，人民币每升值1%，将造成152.84万人失业，其中，纺织行业将减少就业人数38.86万人，钢铁行业将减少就业59.99万人，家电玩具行业减少就业1.72万人，机电行业减少52.72万人。孙华好昨天接受南都记者采访表示，相信有不少小企业生存堪虞。她分析，国内通胀高企，生产材料进口价亦上涨，出口企业本已面临成本上升的压力，人民币升值，更使得其利润受压。

出口企业不仅承受着人民币升值所带来的压力，更忧虑其进一步的变化。5月28日凌晨，美联储宣布，维持0～0.25%的现行联邦基金利率不变，6 000亿美元的第二轮定量宽松政策(QE2)将如期在2011年6月30日结束。此外，联邦公开市场操作委员会(federal open market committee，FOMC)在声明中未暗示将启动新一轮的定量宽松政策(Q E3)。Q E2结束后，美元会否恢复强势乃至人民币汇率走向，引人关注。

孙华好认为，即使美国不启动新一轮的定量宽松政策，由于缺乏经济强劲增长的基础，美元也不会恢复强势，只是贬值趋势有所放缓趋稳，偶尔反弹。同时，美国依然会继续施压人民币升值。“只要奥巴马在任，美国就不会放松对人民币升值的施压，”孙华好分析，奥巴马提出“出口倍增计划”，希望增加美国产品的出口，来重振美国经济。而中国是目前世界上最大的出口国，这意味着美国要跟中国抢夺出口市场，由此一定会要求人民币升值来打压中国出口。

孙华好表示，由于美元贬值而人民币钉住美元，人民币对欧元、英镑等其它货币其实亦贬值，在市场上面临很大的升值压力。

另一方面，国内的通胀压力，亦使央行有主动升值人民币的倾向。孙华好分析，由于市场预期人民币升值，大量资金流入国内，央行为了对冲热钱，只有发行基础货币，货币供应增加，流动性上升，又会导致通胀。央行为了冲销流动性，一般采取发行央票和提高准备金率，目前后者使用较多。同时，输入性通胀压力高涨，如果人民币升值，进口商品价格会低一些。

对于后续人民币汇率走势，孙华好认为，在目前大力控制通胀的形势下，央行希望通过人民币升值来部分释放上述压力。这种做法在短期内有效，但中长期比如一年内，会增强市场对人民币升值的预期，导致更多热钱涌入，进一步加大政策压力。同时，进一步损害出口企业的利益。由于出口行业大多是中小企业，吸纳了大量就业，这样一来势必影响就业。因此，如果出口企业利益受损严重到一定程度时，宏观政策会做出微调，在控制通胀的同时，兼顾就业和社会稳定。

而在渣打银行看来，出口企业利润下降，不会影响人民币升值步伐。渣打银行经济分析师李炜接受南都记者采访时分析，“在调整经济结构的大背景下，政府不可能继续为一些劳动密集型出口企业压低汇率，搭建‘温室’。此外，美国QE2结束后，如果美元升值，由于人民币钉住美元，也将跟随升值。由此，该行判断，人民币升值仍会维持既定的渐进步伐，预计未来一年升值4%到5%。”

而对于人民币进一步升值的趋势，出口企业能做的似乎只有升级。“我们打算进一步提高产品附加值，”蒲鼎新告诉南都记者，“这样才能提高议价能力，保住利润。”

问题：

1. 人民币快速升值的内因和外因各是什么？
2. 人民币升值对中国经济有什么影响？
3. 外贸企业面对人民币升值应采取的对策有哪些？

第3章　外汇交易和汇率折算

教学目标

通过本章的学习，掌握外汇市场的概念、构成、类型及特征；掌握各种外汇交易方式的概念及应用；重点掌握远期汇率的标价方法及计算；掌握汇率折算及其在进出口业务中的应用。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
外汇市场	掌握外汇市场的概念、构成、类型、特征及作用	(1) 外汇市场的概念 (2) 外汇市场的构成 (3) 外汇市场的类型 (4) 外汇市场的特征 (5) 外汇市场的作用
外汇交易	重点掌握各种外汇交易方式的具体应用	(1) 即期外汇交易 (2) 远期外汇交易 (3) 地点套汇 (4) 套利交易 (5) 掉期交易 (6) 外汇期货交易 (7) 外汇期权交易 (8) 互换交易
汇率折算与进出口报价	掌握汇率折算的规则，理解掌握应用进出口报价的应用	(1) 即期汇率下的外币折算 (2) 即期汇率与进出口报价 (3) 远期汇率与进出口报价

导入案例

2011 年三季度，人民币外汇远期交易和“外币对”交易规模继续快速扩张。前三个季度，人民币外汇即期交易成交 27 667 亿美元，同比增长 20.5%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 13 165 亿美元，同比增长 38.5%，其中隔夜美元掉期成交 7 524 亿美元，占掉期总成交额的 57.2%；人民币外汇远期市场累计成交 1 767 亿美元，同比增长 2 343.0%。前三个季度“外币对”交易累计成交金额折合 734 亿美元，同比增长 63.7%，其中成交最多的产品为美元对港币，占市场份额比重为 44.6%，同比下降 20.5 个百分点。外汇市场交易主体进一步增加。截至 2011 年 9 月末，共有即期市场会员 307 家，远期市场会员 73 家，掉期会员 71 家，人民币对外汇期权市场会员 20 家。

基本概念

外汇市场　即期外汇交易　远期外汇交易　套汇交易　套利交易　掉期交易　外汇期货交易　外汇期权交易　互换交易　电汇　信汇　票汇　直接套汇　间接套汇　抵补套利　非抵补套利　套期保值　期权费　看涨期权　看跌期权　美式期权　欧式期权　利率互换　货币互换

3.1 外汇市场

3.1.1 外汇市场的概念

外汇市场(Foreign Exchange Market)，是指经营外汇业务的银行、各种金融机构及公司企业与个人进行外汇买卖和调剂外汇余缺的交易场所。在外汇市场进行交易的主要是经营外汇业务的银行，它们在经营外汇业务中，不可避免地要出现买进与卖出外汇之间的不平衡情况。如果卖出多于买进，则为“空头”(Short position)；如果买进多于卖出，则为“多头”(Long Position)。商业银行为避免因汇率波动造成损失，故在经营外汇业务时，常遵循“买卖平衡”的原则。这就是对每种外汇，如果出现“多头”，则将多余部分的外汇卖出；如果出现“空头”，则将短缺部分的外汇买进。当然，这并不意味着商业银行在买卖外汇以后，立即进行平衡。它们根据各国的金融情况、本身的资金实力及对汇率趋势的预测，或者决定立即平衡，或者加以推迟；推迟平衡时即进行外汇投机(Speculation)。

3.1.2 外汇市场的构成

1. 外汇银行

外汇银行是指由各国货币当局指定或授权经营外汇业务的银行。这类银行通常包括专营或兼营外汇业务的本国商业银行；在本国的外国银行分行或代办处；其他金融机构。外汇银行不仅是外汇供求的主要中介，而且可以自行对客户买卖外汇。

2. 外汇经纪人

外汇经纪人(foreign exchange broker)是专门介绍外汇买卖业务、促使买卖双方成交的中间人。他们自己不买卖外汇，而是依靠同外汇银行的密切联系和对外汇供求情况的了解，促使双方成交，从中收取手续费(brokerage)。目前这项业务已为大经纪商所垄断，他们是

公司或合伙的组织，规模很大，其利润十分可观。大商业银行为了节省手续费，愈来愈倾向于彼此直接成交，故它们与外汇经纪人之间存在着尖锐的矛盾。还有一种外汇经纪人叫“跑街”(running broker)，专代顾客买卖外汇以赚取佣金，他们利用通信设备联络于银行、进出口厂商、贴现商(discount house)等机构之间促进外汇买卖双方成交。

3. 中央银行

中央银行是外汇市场的特殊参与者，它进行外汇买卖不是为了谋取利润，而是为了监督和管理外汇市场。引导汇率变动方向，使之有利于本国宏观经济政策的贯彻或符合国际协定的要求。因此，中央银行不仅是外汇市场的成员，而且是外汇市场的实际操纵者。

4. 一般顾客

一般客户是指外汇市场上除外汇银行之外的企业、机关、团体和个人。他们是外汇的最初供应者和最终需求者。一般客户的外汇买卖活动反映了外汇市场的实质性供求，尽管这部分交易在外汇市场交易中比重不大，但对一国国民经济却产生实际影响。

3.1.3 外汇市场的类型

根据外汇市场的构成因素和业务特点，可以从不同角度对外汇市场进行分类。

1. 零售市场和批发市场

按市场参加者不同，可以划分为零售市场(retail market)和批发市场(wholesale market)。前者是由外汇银行、个人和公司客户之间交易构成的外汇市场，其规模较小，但每天交易总量也是很大的；后者指银行同业之间买卖外汇形成的市场，每天的成交额巨大。据统计，整个外汇市场产生于国际投资的外汇买卖占外汇交易总额的 2.3%，用于进行货币管理、为贸易和投资进行保值的外汇买卖占 2%，银行之间的外汇交易占 95%。可见，绝大部分外汇交易发生在银行同业间外汇市场上。

2. 有形市场与无形市场

按组织形式不同，可以划分有形市场(又称交易所市场)和无形市场(又称柜台市场)。前者指有具体、固定的交易场所进行外汇交易。外汇市场产生之初，多在证券市场交易大厅的一角设立外汇交易市场，称外汇交易所。外汇买卖各方在每个营业日的约定时间集中在此从事外汇交易。早期的外汇市场以有形市场为主，因该类市场最早出现在欧洲大陆，故又称“大陆式市场”。后者指没有固定场所，外汇买卖双方无须面对面进行交易，而通过电子计算机、信息网络同经营外汇的机构进行联系以达成外汇交易的市场。目前，无形市场是外汇市场的主要组织形式，因其最早产生于英国、美国，故又称“英美式市场”。

与有形市场相比，无形市场具有市场运作成本低、市场交易效率高和有利于市场一体化等优势。

3. 官方外汇市场、自由外汇市场和外汇黑市

按政府对市场交易的干预程度不同，可分为官方外汇市场、自由外汇市场和外汇黑市。

官方外汇市场是指受所在国家政府控制、按照中央银行或外汇管理机构的官方汇率进行外汇买卖的外汇市场。

自由外汇市场是指不受所在国家政府控制、基本按照市场供求规律形成的汇率进行交易的外汇市场。在这个市场中，一般来讲，任何银行或金融机构或个人均可从事外汇交易，外汇交易金额、币种、汇率由市场供求决定，外汇资金的进出国境不受任何限制。例如，纽约、伦敦、东京、新加坡等外汇市场都是国际上主要的自由外汇市场。

外汇黑市是在外汇管制比较严、不允许自由外汇市场合法存在的国家所出现的非法的外汇市场。

3.1.4 外汇市场的特征

1. 外汇市场全球一体化

首先，外汇市场分布呈全球化格局，以全球最主要的外汇市场为例，美洲有纽约、多伦多；欧洲有伦敦、巴黎、法兰克福、苏黎世、米兰、布鲁塞尔、阿姆斯特丹；亚洲有东京、中国香港、新加坡等。其次，外汇市场高度一体化，全球市场连成一体，各市场在交易规则、方式上趋同，具有较大的同质性。各市场在交易价格上相互影响，如西欧外汇市场每日的开盘价格都参照中国香港和新加坡外汇市场的价格来确定，当一个市场发生动荡，往往会影响到其他市场，引起连锁反应，市场汇率表现为价格均等化。同时，因汇率波动和交易范围的扩大，新的交易工具和交易方式不断涌现，使得外汇市场上的交易越来越复杂。

2. 外汇市场全天候运行

由于时差使得世界各主要外汇市场交易或顺承交接或相互交错，从全球范围看，外汇市场是一个 24 小时全天候运行的昼夜市场。欧洲时间的下午 1:00 到 3:00，是世界外汇市场交易量最大、最活跃、最繁忙的时间。因为此时几大交易中心如伦敦、法兰克福、纽约、芝加哥均在营业，是顺利成交、巨额成交的最佳时间段，大的外汇交易商和各国的中央银行一般选择在这一时间段进行交易。世界主要外汇市场的营业时间见表 3-1。

表 3-1 世界主要外汇市场的营业时间表

地区	市场	当地开收盘时间	换算为北京时间的开收盘时间			
			开盘(非夏令时时段)	收盘(非夏令时时段)	开盘(夏令时)	收盘(夏令时)
大洋洲	惠灵顿	9:00～17:00	05:00	13:00	04:00	12:00
	悉尼	9:00～17:00	07:00	15:00	06:00	14:00
亚洲	东京	9:00～15:30	08:00	14:30	08:00	14:30
	香港	9:00～16:00	09:00	16:00	09:00	16:00
	新加坡	9:30～16:30	09:30	16:30	09:30	16:30
欧洲	法兰克福	9:00～16:00	16:00	23:00	15:00	22:00
	苏黎世	9:00～16:00	16:00	23:00	15:00	22:00
	巴黎	9:00～16:00	16:00	23:00	15:00	22:00
	伦敦	9:30～16:30	17:30	(次日)00:30	16:30	23:30
北美洲	纽约	8:30～15:00	21:00	(次日)04:00	20:00	(次日)03:00
	芝加哥	8:30～15:00	22:00	(次日)05:00	21:00	(次日)04:00

3.1.5 外汇市场的作用

外汇市场的存在和运营，在当前国际经济和金融领域中起着重大作用。第一，它促进了经济国际化的进一步发展，加速了世界经济一体化的形成并且有利于国际资金周转加速与国际资本流通，促进国际经济合作。第二，它提供国际金融与国际资本流动发展趋势的信息，通过它便于掌握国际金融的发展动向，制定并调整各国对外经济发展的战略与策略。第三，它实现了国际清算。因为外汇是作为国际间经济往来的支付手段和清算手段，所以清算是外汇市场的基本作用。第四，它提供了管理外汇风险的渠道。通过外汇市场的套期保值交易，可以实现对汇率变动的风险管理目的。

3.2 外汇交易

国际经济贸易交往中所发生的债权债务，进出口商及其他关系人都通过银行买卖外汇来进行结算。各国外汇市场所经营的外汇业务多种多样，进出口商及其他关系人可根据进出口业务和信贷投资的具体内容与要求，利用不同的外汇交易形式，结算彼此之间的债权债务；商业银行也运用不同的外汇交易，调拨外汇资金，轧平头寸。外汇交易形式主要包括即期外汇交易(spot exchange transaction)、远期外汇交易(forward foreign exchange transaction)、地点套汇交易(arbitrage)、套利交易(interest arbitrage)、掉期交易、外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易等

3.2.1 即期外汇交易

1. 即期外汇交易的概念

即期外汇交易也称为现汇交易，是指外汇银行与其客户或与其他银行之间的外汇买卖成交后，原则上两个工作日内办理交割的外汇业务。即期外汇交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易形式，其基本作用在于满足临时性的付款需求、实现货币购买力的转移、调整货币头寸、进行外汇投机等。即期外汇交易的汇率构成整个外汇市场汇率的基础。

2. 即期外汇交易的交割日

交割日也称结算日，又称有效起息日(value date)，是指买卖双方将资金交予对方的日期。即期外汇交易的交割日(spot date)包括3种情况。

(1) 标准交割日(value spot)：指在成交后第二个营业日交割。目前大部分的即期交易都采取这种方式。

(2) 隔日交易(value tomorrow)：指在成交后第一个营业日交割。某些国家，如加拿大由于时差的原因采用这种方式。

(3) 当日交割(value today)：指在成交当日进行交割，如1989年前的香港市场。

3. 即期外汇交易的应用

1) 顺汇方式的外汇买卖

顺汇(favourable exchange)是一种汇款方式，是指汇款人委托银行以某种信用工具(如汇

票等)，通过其国外分行或代理行将款项付给收款人的一种支付方式。其过程是银行在国内收进本币，在国外付出外汇。因其汇兑方向与资金流向一致，称为顺汇。在顺汇方式下，客户用本国货币向外汇银行购买汇票等于该银行卖出外汇。

顺汇有 3 种具体形式。

(1) 电汇，即汇款人向当地外汇银行交付本国货币，由该行用电信方式通知国外分行或代理行立即支付外币的一种汇款方式。

在浮动汇率制度下，由于汇率经常大幅度波动，而电汇付外汇的时间较短，一定程度上可减少汇率波动的风险，因此出口商在贸易合同中厂要求进口商以电汇付款。在这种情况下，银行在国内收进本币，在国外付外汇的时间间隔很短，银行不能利用顾客的汇款，所以电汇汇率最高。

电汇的凭证就是外汇银行开出的具有密押(Test Key)的电报付款委托书。

(2) 信汇，是指汇款人向当地外汇银行交付本国货币，由银行开具付款委托书，用航邮寄交国外代理行，办理付出外汇的一种汇款方式。

信汇凭证是信汇付款委托书，其内容与电汇委托书内容相同，只是汇出行在信汇委托书上不加注密押，而以负责人签字代替。

(3) 票汇，是指汇出行应汇款人的申请，开立以汇出行为付款人的汇票，列明收款人的姓名、汇款金额等，交由汇款人自行寄送给收款人或亲自携带出国，以凭票取款的一种汇款方式。

票汇的凭证即银行汇票。票汇的特点之一是汇入行无须通知收款人取款，而由收款人上门自取；特点之二是收款人通过背书可以转让汇票。

2) 逆汇方式的外汇买卖

逆汇(adverse exchange)即托收方式，是指由收款人(债权人)出票，通过银行委托其国外分支行或代理行向付款人收取汇票上所列款项的一种支付方式。由于这种方式的资金流向与信用工具的传递方向相反，因此称之为“逆汇”。

对外汇银行来说，在逆汇方式下，客户向银行卖出汇票，等于银行付出本币，买进外汇。外汇银行接受收款人的托收委托后，就应通知其国外分支行或代理行，按照当日汇率向付款人收取一定金额的外币并归入其开在国外银行的外汇账户上。其结果是该银行国内本币存款账户余额减少了，而在其外币存款账户上却增加了相应的外币金额。

3.2.2 远期外汇交易

1. 远期外汇交易的概念

远期外汇交易(forward foreign exchange transaction)又称期汇交易，指外汇买卖成交后，根据合同规定，在约定的到期日，按约定的币种、金额、汇率收付交割的外汇交易。远期外汇交易的期限按月计算，一般为 1 个月到 6 个月，也可以长达 1 年，通常为 3 个月。买卖远期外汇所使用的汇率叫远期汇率。远期汇率对即期汇率的差价幅度，对一些经常交易的货币来说，其年率大约在 3%以内。

远期外汇交易交割日的推算需要遵循一定规则。

1) 整月原则

通常按照即期交割日(起息日)后整月或整月的倍数推算，而不管各月的实际天数差异。

2) 不跨月原则

假设整月后的起息日不是有效营业日，则按惯例顺延到下一个营业日。但如果顺延后的交割日到了月底，需遵循不跨月原则，即往回推算到该月的最后一个营业日确定为有效交割日，而不能跨到下月。

3) 最后营业日原则

假定即期交易的起息日是当月的最后一个营业日，则所有的远期起息日是相应各月的最后一个营业日。

2. 远期外汇交易的类型

远期外汇交易根据交割日的不同，可以分为固定交割日的远期外汇交易和选择交割日的远期外汇交易。

固定交割日的远期外汇交易是指交易的交割日期是固定的，交易双方必须在约定的交割日期办理外汇的实际交割，此交易日不能提前也不能推后。

选择交割日的远期外汇交易又称择期外汇交易，是指在做远期外汇交易时，不规定具体交割日期，只规定交割的期限范围。择期外汇交易主要是为了弥补固定交割日的远期外汇交易的局限性而产生的。因为固定交割日的远期外汇交易必须确切地知道收付外汇的具体日期，但在实际交易中，进出口商往往并不能确定付款或收款的确切日期，在这种情况下，择期外汇交易应运而生。

则其外汇交易又可分为部分择期和完全择期两种。部分择期是由买卖双方约定一定的交割期限，在这一期限内由客户任意选择一个营业日作为交割日。例如，2 月 25 日成交的一笔 3 个月期的择期外汇交易，约定 5 月进行交割，那么客户可以在 5 月 1～27 日的任何一个营业日向银行提出交割。完全择期是指客户可以选择从双方成交后的第三个营业日起至远期合约的到期日止的任何一个营业日作为交割日。如果上例中客户与银行达成一项完全择期交易，那么客户可以在 2 月 28 日～5 月 27 日的这段时间内选择任何一个营业日向银行提出交割。

3. 远期外汇交易的汇率

1) 远期汇率的报价方法

(1) 完整汇率报价方式(outright rate)。完整汇率报价方式又称直接报价法，即直接给出远期外汇交易的买入价和卖出价，瑞士和日本等国家采用这种方法。

(2) 掉期率报价方式。掉期率也称为远期汇水，是指某一时点远期汇率与即期汇率的汇率差，通常表现为升水(premium)、贴水(discount)和平价(par)。升水表示远期外汇比即期外汇贵，贴水表示远期外汇比即期外汇贱，平价表示两者相等。

由于汇率的标价方法不同，计算远期汇率的原则也不相同。在直接标价法下，升水时的远期外汇汇率等于即期汇率加上升水数字；贴水时等于即期汇率减去贴水数字。例如，某日香港外汇市场报价，美元的即期汇率为 USD1＝HKD7.796 4，3 个月美元远期外汇升水 0.18 港元，则 3 个月美元远期外汇汇率为 1 美元＝7.796 4 港元＋0.18 港元＝7.976 4 港元。例如，3 个月美元远期外汇贴水 0.27 港元，则 3 个月美元远期汇率为 1 美元＝7.796 4 港元－0.27 港元＝7.526 4 港元。

在间接标价法下，升水时的远期外汇汇率等于即期汇率减去升水数字；贴水时等于即

期汇率加上贴水数字。例如，在伦敦外汇市场即期汇率为 GBP1＝USD 1.460 8，3 个月美元远期外汇汇率升水 0.51 美分，则 3 个月美元远期汇率为 1 英镑＝1.460 8－0.005 1＝1.455 7 美元。又如，3 个月美元远期外汇贴水 0.51 美分，则 3 个月美元远期汇率为 1 英镑＝1.460 8 美元＋0.005 1 美元＝1.465 9 美元。

此外，在银行之间远期汇率尚有一种标价方法，即以点数(points)来表示。所谓点数就是表明货币比价数字中的小数点以后的第 4 位数。在一般情况下，汇率在一天内也就是在小数点后的 3 位数变动，也即变动几十个点，不到 100 个点。表示远期汇率的点数有前后两个数字，分别代表买入价与卖出价，直接标价法买入价在先，卖出价在后；间接标价法则反之。国际市场的美元标价法与非美元标价法也是买入价在前，卖出价在后。如远期汇率的点数前一数字大于后一数字，其实际远期汇率的计算方法则从相应的即期汇率减去远期汇率的点数；如远期汇率的点数前一数字小于后一数字，其实际远期汇率的计算方法则在相应的即期汇率上再加上远期的点数，直接标价法、间接标价法及国际市场上的美元标价法与非美元标价法均按此原则计算。

例如，在纽约外汇市场，即期汇率为 USD1＝CHF1.508 6/91，3 个月远期为 10/15。由于瑞士法郎兑美元远期汇率点数为 10/15，前一个数字小于后一个数字，故实际远期汇率应在相应的即期汇率数字上加上远期点数，即 1.509 6/1.510 6。

2) 远期汇率与利率的关系

远期汇率与利率的关系极为密切，在其他条件不变的情况下，一种货币对另一种货币是升水还是贴水，升水或贴水的具体数字及升水或贴水的年率(annual rate)，受两种货币之间的利息率水平与即期汇率的直接影响。

(1) 远期外汇是升水还是贴水，受利息率水平的制约。在其他条件不变的情况下，利率低的国家的货币远期汇率会升水，利率高的国家货币会贴水。一般情况下，银行经营外汇业务必须遵循的一条原则，就是“买卖平衡”原则，即银行卖出多少外汇，同时要补进相同数额的外汇。假设英国某银行卖出远期美元外汇较多，买进远期美元外汇较少，二者之间不能平衡。该银行必须拿出一定数额的英镑，购买相当于上述差额的美元外汇，将其存放于美国有关银行，以备已卖出的美元远期外汇到期时办理交割。如果美元的存款利率低于英镑的存款利率，则英国某银行在利息上受到损失。因此该银行要把由于经营该项远期外汇业务所引起的利息损失，转嫁给远期外汇的购买者。即客户买进远期美元的汇率应高于即期美元的汇率，从而发生升水。现举例说明如下。

假设英国伦敦市场的利息率(年利)为 4%，美国纽约市场的利息率(年利)为 1%，伦敦市场的利息率比纽约市场高 3%，伦敦市场的美元即期汇率为 GBP1＝USD1.77。英国银行卖出即期美元外汇 17 700 美元，向顾客索要 10 000 英镑；如果它出卖 3 个月期的美元远期外汇 17 700 美元，而未能同时补进 3 个月期的美元远期外汇，则它必须动用自己的资金 10 000 英镑，按 GBP1＝USD1.77 的比价购买 17 700 美元即期外汇，存放在美国纽约银行，以备 3 个月后向顾客交割。这样，英国某银行要有一定的利息损失，因为英镑的存款年利率是 4%，而美元的存款年利率是 1%，利息损失 3%。存款期限 3 个月的具体利息损失金额是

$$10\,000\text{英镑}\times\frac{4-1}{100}\times\frac{3}{12}=75\text{英镑}$$

这时，该银行理所当然地要将 75 英镑的利息损失转嫁给购买 3 个月远期美元外汇的顾

客，即顾客要支付 10 075 英镑才能买到 3 个月远期 17 700 美元，而不像购买即期外汇那样只支付 10 000 英镑即可购买即期 17 700 美元。那么英国某银行向顾客出卖 3 个月远期美元的具体价格应是 17.76 824 美元，具体计算过程如下：

$$10\,075\text{ 英镑}:17\,700\text{ 美元}=1\text{ 英镑}:X\text{ 美元}$$

$$X=1.756\,824\text{ 美元}$$

所以，在英国伦敦市场 3 个月美元远期汇率为 GBP1＝USD1.756 8。比即期汇率升水 1.3 美分。

由此可见，远期汇率、即期汇率和利息率三者之间的关系如下：①其他条件不变，两种货币之间利率水平较低的货币，其远期汇率为升水，利率较低的货币为贴水。②远期汇率和即期汇率的差异决定于两种货币的利率差异，并大致和利率差异保持平衡。

(2) 远期汇率升水、贴水的具体数字可从两种货币利率差与即期汇率中推导计算。

远期汇率、即期汇率与利率存在着内在联系，上例根据英镑与美元的利率、即期汇率、可以推算出英镑对美元的远期汇率，如果将其进一步推导，可以从即期汇率、两种货币的利率差异中，计算出一种货币对另一种货币升水与贴水的具体数字，其公式为

$$\text{升水(或贴水)的具体数字}=\text{即期汇率}\times\text{两地利率差}\times\frac{\text{月数}}{12}$$

如上例，英国某银行 3 个月美元远期外汇升水的具体数字应为：

$$1.770\,0\times\frac{4-1}{100}\times\frac{3}{12}=1.3\text{美 分}$$

伦敦市场 3 个月远期美元外汇的实际价格应为

$$1\text{ 英镑}=1.770\,0\text{ 美元}-0.013\text{ 美元}=1.757\,0\text{ 美元}$$

(3) 升水(或贴水)的年率也可以从即期汇率与升水(贴水)的具体数字中推导计算。

一种货币对另一种货币升水(或贴水)的具体数字不便于比较，不能直接指明其高于或低于即期汇率的幅度，折成年率就便于比较了。升水(或贴水)具体数字折成年率的公式是这样推导的：

$$\text{升水(或贴水)具体数字折年率}=\frac{\dfrac{\text{升水(或贴水)具体数字}}{\text{即期汇率}}}{\dfrac{\text{月数}}{12}}$$

$$=\frac{\text{升水(或贴水)具体数字}\times 12}{\text{即期汇率}\times\text{月数}}$$

如上例，3 个月远期美元外汇升水为 1.3 美分，代入公式则升水具体数字折成年率为

$$\frac{0.013\times 12}{1.77\times 3}=3\%$$

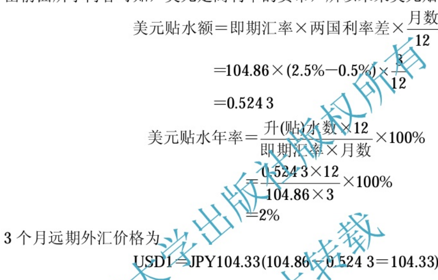
如果由于贸易和投资的关系，市场上对英镑远期外汇需求增加，英镑远期汇率上升，也即美元对英镑远期外汇的升水减少，如上例 3 个月美元远期外汇减为升水 1 美分，其升水数字折成年率为 2.3%。如果美元远期外汇升水仅合年率 2.3%，而伦敦、纽约两地利率差为年率 3%，国际资金的投机者会在即期外汇市场以美元买英镑，将英镑存放英国，以求获得较高的利息收入。与此同时，为防止英镑存款到期后的外汇风险，他们在购买英镑现汇进行存款的同时，在远期外汇市场上，再卖出远期英镑，购买期限相同、与英镑金额等

值的远期美元。因此，引起美元远期外汇需求增加，从而使美元远期汇率上升，对英镑升水增大，最后即期汇率和远期汇率的差异会自动地与两地的利率差接近平衡。可见，在其他条件不变的情况下，升水、贴水率，即升水、贴水的年率与两地的利率差总是趋向一致的。

3) 远期汇率升贴水的计算实例

已知美元的年利率为 2.5%，日元的年利率为 0.5%，2008 年 10 月 3 日，USD1＝JPY104.86，3 个月后美元升贴水额是多少？美元升贴水年率是多少？1 美元兑日元远期外汇价格是多少？

由前面所学内容可知，美元是高利率的货币，所以未来美元贴水。



$$美元贴水额＝即期汇率×两国利率差×\frac{月数}{12}$$

$$=104.86\times(2.5\%-0.5\%)\times\frac{3}{12}$$

$$=0.524\,3$$

$$美元贴水年率＝\frac{升(贴)水数\times 12}{即期汇率\times 月数}\times 100\%$$

$$=\frac{0.524\,3\times 12}{104.86\times 3}\times 100\%$$

$$=2\%$$

3 个月远期外汇价格为

USD1＝JPY104.33(104.86－0.524 3＝104.33)

4. 远期外汇交易的应用

远期外汇买卖交易能为企业、银行、投资者规避风险，具体包括以下几个方面。

1) 进出口商通过远期外汇交易，以避免汇率变动风险

在国际贸易实务中，为了减少外汇风险，有远期外汇收入的出口商可以与银行订立出卖远期外汇的合约，一定时期以后按签约时规定的价格将其外汇收入出卖给银行，从而防止汇率下跌而在经济上遭受损失。有远期外汇支出的进口商也可以与银行签订购买远期外汇合同，一定时期以后，按签约时规定的价格向银行购买规定数额的外汇，从而防止汇率上涨而带来的成本负担。此外，由于远期外汇买卖的存在，也便于有远期外汇收支的出、进口商核算其出、进口商品的成本，匡算利润，确定销售价格。

例如，某一美国出口商向英国进口商出口价值 100 万英镑的商品，约定 3 个月后付款。双方签订合约当天银行即时外汇行情为 GBP1＝USD1.730 5。按此汇率，出口该批商品可换得 173.05 万美元。但 3 个月后，若英镑汇价降至 1 英镑兑换 1.728 5 美元，则出口商只可换得 172.85 万美元，比按原汇率计算少赚 2 000 美元。可见英镑贬值或美元升值将对美国出口商造成压力。因此，美国出口商在订立合同买卖时，就按 GBP1＝USD1.729 5 的远期汇率，卖出 3 个月的 100 万英镑期汇，即把双方约定远期交割的 100 万英镑外汇售给美国的银行，届时就可收取 172.95 万美元的货款，从而避免了汇率变动的风险。

又如，某香港进口商向美国出口商买进价值 10 万美元的商品，约定 3 个月后付款，如果买货时的汇率为 USD1＝HKD7.764 6，则该笔货物买价为 77.646 万港元。但 3 个月后，

美元升值，港元对美元的汇率为 USD1＝HKD7.774 6，那么这批商品价款就上升为 77.746 万港元，进口商要多付 1 000 港元。所以，香港进口商为避免遭受美元升值的风险，在订立买卖合约时就向外汇银行按 USD1＝HKD7.766 0 买进 3 个月的 10 万美元期汇，以避免美元汇率上升所承受的成本风险，因为届时只要付出 77.66 万港元就可以了。

2) 外汇银行为了平衡外汇头寸而进行远期交易

前述的进出口商为了避免外汇风险而进行的期汇交易，实质上就是把汇率变动的风险转嫁给外汇银行。外汇银行之所以有风险，是因为它在与客户进行了多种交易以后，会产生一天的外汇“综合持有额”或总头寸(overall position)，而银行往往难以实现买卖平衡，必然会出现外汇的多头或空头。这样外汇银行就处于汇率变动的风险之中。为此，外汇银行就设法把它的外汇头寸予以平衡，即对不同期限不同货币头寸的余缺进行抛售或补进，由此达到外汇头寸的平衡。

例如，某日苏黎世外汇市场的报价即期汇率为 GBP/CHF＝1.665 0/70，6 个月的远期汇率为 GBP/CHF＝1.682 0/50。瑞士某银行卖给客户 6 月期的远期英镑 200 万。如果 6 个月后英镑交割日即期汇率为 GBP/CHF＝1.693 0/60，那么，该行听任外汇敞口存在，其盈亏状况如何？

如该行为履行合约在 6 个月后买入即期英镑，需支付 3 392 000 瑞士法郎(2 000 000×1.693 0)，银行履行 6 月期的远期合约，收入 337 000 瑞士法郎(2 000 000×1.685 0)，银行如果听任外汇暴露存在，将会损失 16 000 瑞士法郎(3 386 000-3 370 000)。

可见，如果银行不愿承担外汇暴露风险，可以将超卖的远期外汇反向买入，或将超买的远期外汇反向卖出，通过平衡外汇头寸，规避外汇风险。如上例中，外汇银行在接受了此业务后，可以同时买入 6 个月远期英镑 200 万来锁定成本。

3) 远期外汇投机

远期外汇交易也为外汇投机活动提供了机会。投机者预测某种外汇的未来汇率将高于到期远期汇率，他会买入远期外汇，如果预测正确，到期就可以更高的价格将买入的外汇售出，获得差额利润。如预测未来汇率将低于到期远期汇率，他卖出远期外汇，只要到期日或到期前汇率果然跌至远期汇率之下，便可以低价买入远期合约中卖出的外汇，同样能获得差额利润。

利用远期市场投机，不必拥有大量资金，只需缴付一定量的保证金，即可以进行“买空”、卖空，从中牟利。当远期投机者预期某种货币将来会大幅度贬值时，他就在远期市场上出售该货币的远期，希望将来这种货币贬值后买入获取利益，这种先卖后买的投机交易被称为“卖空”。反之，远期投机者预期某种货币将大幅升值时，他就会买入该货币的远期，希望将来该货币升值后高价卖出获取收益，这种先买后卖的交易被称为“买空”。

3.2.3 地点套汇交易

套汇交易是套汇者利用同一货币在不同外汇市场或不同交割期上出现的汇率差异，为赚取利润而进行的外汇交易。

利用同一货币在不同市场的汇率差异进行套汇叫作地点套汇。利用同一货币在不同交割期上的汇率差异进行的套汇叫作时间套汇。前面所提到的利用远期外汇市场与即期外汇市场的差价进行的“买空”和“卖空”都属于时间套汇的范畴。我们现在只讨论地点套汇。地点套汇可分为直接套汇(direct arbitrage)和间接套汇(indirect arbitrage)两种方式。

1. 直接套汇

直接套汇又称两角套汇(two points arbitrage)，是指利用同一时间两个外汇市场的汇率差异，进行贱买贵卖，以赚取汇率差额的外汇买卖活动。

例如，纽约市场和伦敦市场在某一时间内的汇率分别为

伦敦市场　GBP1＝USD1.767 5/85

纽约市场　GBP1＝USD1.762 5/45

从上述汇率可以看出，伦敦的美元比纽约便宜，套汇者选择在伦敦买入美元，同时在纽约卖出美元。具体操作如下：在伦敦市场套汇者支付 1 英镑，买进 1.767 5 美元。同时在纽约市场付出 1.764 5 美元，收回 1 英镑。做 1 英镑的套汇业务可以赚取 0.003 美元。

在当前国际外汇市场全日制运作下，信息传递非常迅速，各地汇率差异极小，差异存在的时间也非常短，套汇者难以把握。

2. 间接套汇

间接套汇又称三角套汇(three points arbitrage)，是指利用 3 个不同地点的外汇市场中 3 种货币之间的汇率差异，同时在 3 个外汇市场上进行外汇买卖，以赚取汇率差额的一种外汇交易。

判断直接套汇的可能性较为直接和容易，但对 3 个或 3 个以上市场、3 种或 3 种以上货币之间是否存在套汇的可能则需要通过下述原则进行判断。

(1) 如 3 个外汇市场报出的汇率为买入与卖出汇率，则先变为中间汇率。

(2) 将汇率的不同标价方法变成同一标价法，且基准货币单位为 1。

(3) 将 3 个市场标价货币的汇率相乘，只要乘积不等于 1，就有套汇机会。

(4) 寻找套汇的路线。

现举例说明，某一时间点，各外汇市场银行报价如下：

纽约市场　　USD1＝CHF1.180 0/30

苏黎世市场　GBP1＝CHF2.260 0/50

伦敦市场　　GBP1＝USD1.867 0/80

在这 3 个市场中有无套汇机会？如何套汇？套汇毛利是多少？

解：

第一步，先求出 3 个市场的中间汇率：

纽约市场　　USD1＝CHF1.181 5

苏黎世市场　GBP1＝CHF2.262 5

伦敦市场　　GBP1＝USD1.867 5

第二步，将不同标价法均转换成同一标价法——间接标价法：

纽约市场　　USD1＝CHF1.181 5

苏黎世市场　CHF1＝GBP0.442 0

伦敦市场　　GBP1＝USD1.867 5

第三步，将 3 个市场标价货币的汇率值相乘：

$$1.181\,5 \times 0.442\,0 \times 1.867\,5 \approx 0.975\,3$$

该乘积小于 1，故存在套利机会。

第四步，寻找套汇路线。

根据套汇者所持资金的币种，把该货币选择为初始投放货币，寻找套汇路径。需要说明的是：在存在套汇机会的条件下，不管以何种货币作为初始投放，只要套汇路径正确，都能获利。

那么从哪个市场开始套利就显得很重要。如果做反了不仅不能获利，还会亏本。那么如何寻找套汇路线呢？可以通过第三步各汇率的乘积来看：如果乘积大于1，在第二步的同一标价法等式左边找所持货币，确定套汇市场顺序；如果乘积小于1，则从同一标价法等式右边找所持货币，确定套汇市场顺序。

假定本例的套汇者所持是100万英镑资金，由于标价货币乘积小于1，正确的套汇市场顺序是苏黎世—纽约—伦敦。具体过程为在苏黎世按GBP1＝CHF2.260 0把100万英镑兑换成226万瑞士法郎，在中介市场纽约将226万瑞士法郎按USD1＝CHF1.183 0兑换成191.04万美元，最后在伦敦市场按GBP1＝USD1.868 0兑换成102.27万美元。套汇结果为102.27万美元，套汇利润为2.27万美元。

3.2.4 套利交易

1. 套利交易的概念

套利交易是指利用不同国家或地区短期利率的差异，将资金由利率较低的国家或地区转移到利率较高的国家或地区进行投放，从中获得利息差额收益的一种外汇交易。套利活动的前提条件是高利率货币的贴水率必须低于两国货币的利率差，否则交易无利可图。套利交易可以分为以下两种形式。

1) 非抵补套利

非抵补套利(uncovered interest arbitrage)指把资金从利率低的货币转向利率高的货币，从而牟取利率的差额收入。这种交易不必同时进行反方向交易轧平头寸，但这种交易要承担高利率货币贬值的风险。

2) 抵补套利

抵补套利(covered interest arbitrage)是指把资金调往高利率货币国家或地区的同时，在外汇市场上卖出远期高利率货币，即在进行套利的同时做掉期交易，以避免汇率风险。

2. 套利交易的计算实例

假设美国货币市场年利息率8%，英国货币市场年利息率为12%，如果即期汇率为GBP1＝USD1.582 8，3个月英镑贴水数字为0.01美元。那么，是否有套利空间？如有套利空间，一名美国投资者在银行借入10 000美元进行套利，可获利多少美元？

1) 套利可行性分析

$$\begin{aligned}\text{英镑贴水年率} &= \text{贴水数}\times 12/(\text{即期汇率}\times\text{月数})\times 100\% \\ &= 0.01\times 12/(1.582\,8\times 3)\times 100\% \\ &= 2.53\% < 4\%\end{aligned}$$

由于高利率货币英镑的贴水年率2.53%小于两地的利率差4%，所以套利可以进行。

2) 进行套利操作

(1) 套利者首先将10 000美元兑换成高利率货币英镑，兑换成6 318英镑(10 000÷1.582 8)。

(2) 将6 318英镑按年利率12%存入英国银行3个月，3个月后本利和为6 507英镑[6 318×(1＋12%＋3/12)]

(3) 在将英镑存入英国银行时将 6 507 英镑按 3 个月远期汇率卖出(3 个月远期汇率为GBP1＝USD1.572 8)。

(4) 3 个月到期，6 507 英镑期汇交割，可兑换成美元 10 234 美元(6 507×1.572 8)。

(5) 美国投资者的美元借款本利和为 10 200 美元[10 000×(1＋8%＋3/12)]。

(6) 获利 34 美元(10 234－10 200)。

3.2.5 掉期交易

1. 掉期交易的概念

掉期交易是指在外汇市场上，交易者在买进一定期限的某种外汇的同时卖出交割期限不同的等额同一外汇的交易。简言之，就是以 A 货币兑换成 B 货币，并于未来某一特定时间，再以 B 货币换回 A 货币的交易。掉期交易的主要目的是轧平各货币因到期日不同所造成的资金缺口。在掉期交易中，一种货币在被买入的同时即被卖出，并且所买入的货币与所卖出的货币在数额上总是相等，因此，掉期交易并不改变交易者的外汇净头寸，而只是由于所买卖的货币在期限上有所不同，交易的结果是导致交易者所持有的货币期限发生变化，从而达到规避汇率风险的目的。掉期交易的主要功能是保值，适用于有返回性的外汇交易。

2. 掉期交易的基本形式

1) 即期对远期的掉期交易

即期对远期的掉期交易(Spot Against Forward)是最常见的掉期交易形态。即买进或卖出一笔即期外汇的同时，卖出或买进该种货币的远期外汇。常见的即期对远期的掉期交易有以下几种。

(1) 即期对次日交易(spot-next，S/N)，即在即期交割日买进或卖出，至下一个营业日做相反交易。这种掉期一般用于外汇银行间的资金调度。

(2) 即期对一周(spot-week，S/W)交易，即在即期交割日买进或卖出，过一星期后做相反交易。

(3) 即期对整数月交易(spot- n momths，S/n M)，即在即期交割日买进或卖出，过几个月后做相反交易。n Months 表示 1 个月、2 个月、3 个月等。

2) 即期对即期的掉期交易

即期对即期的掉期交易(Spot Against Spot)是一种即期交割日以前的掉期交易。在即期交易中，标准交割日之前有交易日(cash)和第一营业日(tom)。在外汇交易中，有的交易者要求将交割日提前，如要求在交易日的当日交割或次日交割。此类型的掉期交易常见的有以下几种。

(1) 隔夜交易交易(over-night，O/N)，即在交易日做一笔当日交割的买进或卖出交易，同时做一笔第一个营业日交割的卖出或买进交易。

(2) 隔日交易交易(tom-next，t/N)，即在交易日后的第一个营业日做买进或卖出交割，第二个营业日做相反的交割。

3) 远期对远期的掉期交易

远期对远期的掉期交易是一种在即期交割日后某一较近日期做买进或卖出交割，在另一较远日期做相反交割的外汇交易。

对于参加掉期交易的人来说，他们关心的不是具体的即期汇率和远期汇率，而是二者之差，就是升水(或贴水)的具体数字，即掉期率。

3. 掉期交易的应用

掉期交易的用途有 3 个方面：

1) 外汇保值和防范汇率风险

例如，某一公司向银行借入美元，要转换成英镑以进口英国货物，但又担心美元升值而当 3 个月还款期届满时以英镑购回美元会使公司招致汇价上的损失，公司即可通过掉期交易保值避险。先卖出即期美元购入英镑用于进口，再买回 3 个月远期美元，卖出英镑用于 3 个月后还款。这样做既可以满足公司目前的进口用汇需求，又可将还款时以英镑购回美元的汇价固定下来，从而避免了美元升值带来的外汇风险。

2) 改变外汇的币种

就是指通过买卖转换，将交易者手中持有的外汇，从一种货币转换成另一种货币。

例如，纽约一家银行有一笔 18 万美元资金暂时闲置 3 个月，因国内没有投资机会，决定投向伦敦市场。首先把美元兑换成 10 万英镑(GBP1＝USD1.8)，再投入到伦敦市场，3 个月后，投资收回，再把英镑兑换成美元，但在英镑兑换成美元时，如果英镑贬值，该行就要蒙受损失，所以为了避免风险，该行往往在投资的同时进行一笔掉期交易。也就是在买进 10 万即期英镑的同时，卖出相同数量的 3 个月远期英镑。

3) 调整银行资金期限结构

资金期限结构是指外汇收付期限上的数量构成。当收与付期限上不能相平衡时，通过掉期交易将即期外汇变成远期外汇或将远期外汇变成即期外汇，使得外汇收付在时间上、数量上相一致。

例如，银行卖给客户 3 个月远期英镑 100 万，银行立即在同业市场上买进即期英镑 100 万进行掉期交易。这样既可避免英镑升值带来的损失，又能有如数的英镑按期交割。

阅读资料 3-1

外汇掉期业务的历史

20 世纪 80 年代以来，外汇掉期市场迅猛发展，全球外汇掉期日均交易量从 1989 年的 1 900 亿美元增长到 2004 年的 9 440 亿美元，从 1995 年起，全球外汇掉期交易的日交易量已超过外汇即期交易和远期交易，至 2004 年，分别为外汇即期交易和远期交易日交易量的 1.5 倍和 4.5 倍。2005 年 8 月 2 日，中国人民银行颁发《关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外汇掉期业务有关问题的通知》，允许符合条件的商业银行开办人民币与外汇掉期业务。

外汇掉期业务也被中央银行作为货币政策工具，用于从市场上收回流动性或向市场投放流动性。一些国家(如瑞士、德国、英国、新加坡、泰国等)的中央银行都曾(或正在)将外汇掉期作为公开市场操作工具。以瑞士中央银行为例，由于瑞士政府财政赤字很小，央行公开市场操作缺乏短期政府债券工具，因此瑞士中央银行曾主要运用外汇掉期来调节银行体系的流动性，1993 年瑞士中央银行未平仓外汇掉期合约金额曾达到基础货币的 50%左右。

2005 年 11 月底，经过连续 12 次升息，美国联邦基金利率已从 1%上升到 4%。同期，美元一年期 LIBOR(同业拆放利率)也达到 4.70%，比相应期限的人民币货币市场利率高出 2～3 个百分点。外汇资金运用能力较强的商业银行倾向于增持美元资产，提高盈利能力，缓解人民币流动性带来的短期投资压力；同时，为规避汇率风险，商业银行希望在未来仍然能以当前汇率水平换回人民币，并愿意从美元资产的投资收益中拿出一部分补偿交易对手。在这种情况下，2005 年 11 月 25 日，为适度收回流动性，保持货币市场利率的平稳运行，中国人民银行选择国家开发银行等 10 家银行开展外汇掉期交易，央行即期卖出美元，同时约定 1 年后以相同汇率买回美元，并相应收取美元与人民币的利差补偿。该次掉期交易量为 60 亿美元，央行收回基础货币 484.83 亿元人民币。

伴随着美元与人民币利差的进一步扩大，商业银行希望通过外汇掉期交易买入美元，投资境外美元资产，提高资产收益率和资产配置效率的意愿越来越强烈，相应愿意补偿交易对手的利差也就越大。

(资料来源：陈长民主编. 国际金融[M]. 北京：中国人民大学出版社，2010.)

3.2.6 外汇期货交易

1. 外汇期货交易的概念

期货交易是一种集中交易标准化远期合约的交易形式，即交易双方在期货交易所通过买卖期货合约并根据合约规定的条款约定在未来某一特定时间，以某一特定价格买卖某一特定数量商品的交易行为。

外汇期货交易(Foreign Exchange Future Transaction)又称货币期货交易，是指在期货交易所内，根据成交单位、交割时间标准化的原则进行的外汇期货合约买卖。外汇期货合约是交易双方承诺在未来某个确定的日期、按事先确定的价格交割特定标准数量外汇的合约。

外汇期货是金融期货的一种，它源于商品期货交易。20 世纪 70 年代初，浮动汇率制度开始取代原有的固定汇率制度，汇率波动幅度加大，出现了大量的外汇保值和外汇投机需求，外汇期货业务也随之迅速发展。

2. 外汇期货合约

外汇期货交易的显著特点就是标准化，而外汇期货交易的标准化又具体体现在外汇期货合约上。外汇期货合约是以外汇作为交割内容的标准化期货合约，是外汇期货交易的对象和客体。外汇期货交易的标准化主要体现在以下几点。

1) 交易币种

各外汇期货交易分别规定有特定的外汇期货交易币种，并且各种期货有其通用代码。目前，外货期货交易的主要品种有美元、英镑、瑞士法郎、加拿大元、澳大利亚元、荷兰盾等。

2) 合约面值

各外汇交易所都对外汇期货合约的面额作了特别的规定，各种货币的交易量必须是合约面额的整数倍，并且不同货币的合约面额是不同的。例如，国际货币市场规定英镑期货合约的面额是 62 500 英镑，那么在国际货币市场进行英镑期货交易的交易金额必须是 62 500 的整数倍，即要买进或卖出若干份的英镑期货合约。

3) 交割月份

交割月份是外汇期货合约规定的期货合约的期限，一般有 3 个月、6 个月、9 个月和 12 个月，其中 12 个月是最长的合约期限。

4) 交割日期

交割日期是进行外汇期货合约实际交割的日期，即具体为交割月份的某一天，如国际货币市场规定交割日期为交割月份的第三个星期三。

5) 价格波动

在外汇期货交易中，每种货币外汇期货合约都规定有价格波动的最低限度和日价格波动的最高限度。价格最小波幅是进行外汇期货合约买卖时，合约价格每次变化的最低限度。例如，英镑外汇期货的价格最小波幅为 6.25 美元，这意味着每张英镑合约的每次报价必须高于或低于上次报价的 6.25 美元。日价格波动的最高限度是指每日交易变化的最大幅度限制，一旦外汇期货合约价格波动达到或超过这一限度时，交易即自动停止。国际货币市场外汇期货合约的规格见表 3-1。

表 3-1 国际货币市场外汇期货合约的规格

期货合约的类型		澳元	英镑	加元	欧元	日元	瑞士法郎
交易单位		10 万	6.25 万	10 万	12.5 万	1 250 万	12.5 万
最小变动价位		0.000 1	0.000 1	0.000 1	0.000 1	0.000 001	0.000 1
最小变动值		USD10	USD6.25	USD10	USD12.5	USD12.5	USD12.5
每日价格波动	7:20～7:35	150	400	150	100	150	150
	7:35 以后	无	无	无	无	无	无
合约月份		3、6、9、12 月					
交易时间		7:20—14:00；到期合约最后交易的时间截止到上午 9:16					
初始保证金		1 200	2 800	900	2 100	2 100	2 100
维持保证金		900	2 000	700	1 700	1 700	1 700
最后交易日		合约月份的第三个星期三往回数的第二个营业日上午 9:16					
交割日期		合约月份的第三个星期三					
交割地点		结算所指定的货币发行银行					

注：本表所列时间为芝加哥时间

资料来源：王晓光主编. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2012.

3. 外汇期货的主要交易制度

1) 集中交易制度

外汇期货交易是在期货交易场所或证券交易所进行集中交易，且只有交易所会员才有资格直接操作期货交易。期货交易所是专门进行期货合约买卖的场所，是期货市场的核心，期货交易所为期货交易提供场所和必要的交易设施，制定标准化的期货合约，为期货交易制定规章制度和交易规则，监督交易过程等。

2) 标准化的期货合约和对冲机制

期货合约是由交易所设计、经主管机构批准后向市场公布的标准化合约。期货合约对标的物的品种、交易的单位、最小变动价位、每日限价、合约月份、交易时间、最后交易日、交割日、交割地点、交割方式等都做出了统一规定，唯一的变量是标的商品的交易价格。交易价格是在期货交易所以公开竞价的方式产生的。

期货合约设计成标准化的合约是为了便于交易双方在合约到期前分别做一笔相反的交易进行对冲，从而避免实物交割。实际上绝大多数的外汇期货合约并不进行实物交割，仅有5%左右的外汇期货合约到期需要进行实际交割。

3) 保证金制度

外汇期货交易采取保证金制度，即买卖双方都需要交纳保证金，其目的在于保障买卖双方的权利，以作为买卖双方都能履行其权利和义务的保证。保证金制度是外汇期货市场的核心机制。保证金可分为初始保证金、维持保证金和变动保证金3种。

(1) 初始保证金。初始保证金是指当每张外汇期货合约交易成交时，买卖双方均需依照各类合约的有关规定缴纳一定金额的保证金。初始保证金缴纳多少在不同的交易所内并不一样，一般是合约的5%～10%，且初始保证金缴纳多少通常也随着合约金额的大小及参与客户的身份不同而不同。

(2) 维持保证金。维持保证金是指逐日清算后，保证金所必须维持的最低水平。维持保证金通常为初始保证金的75%。在缴纳初始保证金后，交易所的清算所根据外汇期货价格的变动，逐日清算未交割合约的盈亏，并通知客户补交或撤回部分保证金。当客户的保证金余额经清算后低于维持保证金时，客户则必须补足差额以恢复到初始保证金的水平，否则清算所或经纪商有权强行平仓。当市场汇价有利于客户时，交易所会自动将盈余加到客户保证金账户上。客户便可提领超过初始保证金部分的金额。

(3) 变动保证金。变动保证金是指当客户的保证金余额经清算后低于维持保证金时，客户必须补足差额以恢复到初始保证金的水平，此笔必须补足的差额就成为变动保证金。由于外汇期货市场上实行逐日清算制度，使客户的变动保证金随市场汇价每日都在变动。因此，客户根据变动保证金金额的大小，可以随时进行反方向对冲交易，以控制自己的盈亏。

4) 逐日钉市制度

逐日钉市制度是指清算所对会员经纪商的保证金账户根据每日的收益与损失进行调整，以便实际反映当日汇价的变化给其带来的损益情况，其目的是控制期市风险。

4. 外汇期货交易的基本流程

从一般交易者的角度来看，外汇期货交易的流程大致可以分为以下4步。

1) 选择经纪商，开立保证金账户

由于外汇期货交易是在指定的交易所内进行的，而一般客户不能进入交易所进行交易，所以要进行外货期货交易，交易者必须通过外汇期货经纪商。由于不同期货经纪商的经营条件存在一定的差异，因此交易者需要根据自己的意愿选择好经纪商。在选定经纪商后，交易者需要在经纪商处开立保证金账户，并根据交易规模向保证金账户存入一笔保证金，即初始保证金。

2) 下达订单，委托买卖

订单也称委托单，即交易指令，是交易者下达给经纪商，委托其进行外汇期货交易的指令。客户填写委托单时，要说明他愿意买入或卖出外汇期货合约的种类、成交的价格和数量等。

3) 经纪商执行交易指令

经纪商接到客户下达的交易指令后，立即通过电话或电传等现代化通信设施将交易指

令的具体内容传达给本公司派驻在交易所内的“出市代表”(也称为“候机人”)，“候机人”接到交易指令后随即填写订单，并加盖时间戳印，然后将订单交给“跑手”送给交易圈内的场内交易员。场内交易员接单后，按照“价格优先、时间优先”的原则进行竞价成交，成交后将成交价格及成交数量记录在订单上，然后将成交单交给“跑手”，并将成交价报告“黄马甲”，若出现新的成交价，“黄马甲”需将最新价格输进交易所的行情报价系统，通过大屏幕显示出来，以随时报告场内的最新交易价格。

4) 交易登记和每日清算

“跑手”接成交单后，迅速将成交单交给“候机人”。“候机人”一方面通知经纪商指令成交，经纪商登记后，根据交易情况对客户保证金账户进行每日清算；另一方面，通知清算所，由清算所对其会员的每一笔交易进行登记，并作每日清算。

5. 外汇期货交易的应用

买进和卖出外汇期货合约的目的：一为套期保值(hedging)，二为投机。

1) 套期保值

套期保值也称“对冲交易”或“对冲操作”，是指利用期货交易来降低或减少现货市场价格波动风险的一种经济活动。利用外汇期货交易进行套期保值，主要是根据外汇期货价格与现汇价格变动方向一致的特点，通过在外汇期货市场和现汇市场的反向买卖，已达到对所持有的外汇债权或债务进行保值的目的。外汇期货套期保值分为买入套期保值和卖出套期保值两种形式。

(1) 买入套期保值(buying hedging)也称“多头套期保值”、“买进对冲”。它指在现货市场处于空头地位的人，即将来的用汇者(如进口商等债务人)，先在期货市场买入期货以锁定外汇的价格，当将来期货价格上涨时，再将其卖出，以补偿现货市场价格变动的损失，达到保值目的。

例如，假设6月10日美国某公司从英国进口了一批价值250 000英镑的商品，3个月后支付货款，市场即期汇率为GBP1＝USD1.842 0。为防止3个月后英镑升值，而使进口成本增加，该公司买入4份9月到期的英镑期货合约，合约总值为250 000英镑(4×62 500)，约定价格为GBP1＝USD1.842 5。3个月后，英镑果然升值，9月市场即期汇率为GBP1＝USD1.865 4，期货价格为GBP1＝USD1.869 0。则套期保值过程见表3-2。

表3-2 多头套期保值

现汇市场	外汇期货市场
6月10日 预付250 000英镑 汇率：GBP1＝USD1.842 0 折合美元：250 000×1.842 0＝460 500(美元)	6月10日 买进4份9月到期的英镑期货合约 期货价格：GBP1＝USD1.842 5 价值：62 500×4×1.842 5＝460 625(美元)
9月10日 买进250 000英镑 汇率：GBP1＝USD1.865 4 折合美元：250 000×1.865 4＝466 350(美元)	9月10日 卖出4份9月到期的英镑期货合约 期货价格：GBP1＝USD1.869 0 价值：62 500×4×1.869 0＝467 250(美元)
损失：466 350-460 500＝5 850(美元)	盈利：467 250-460 625＝6 625(美元)

(2) 卖出套期保值(selling hedging)也称“空头套期保值”、“卖出对冲”。它是指在现货市场上处于多头地位的人，即将来的售汇者(如出口商等债权人)，在期货市场上先卖出期货以锁定外汇价格，当将来期货价格下降时，再将其买入，以补偿现货市场价格变动的损失，达到保值目的。

例如，假设 6 月 12 日，美国公司向加拿大出口 100 万加拿大元的货物，3 个月后以加拿大元结算货款。市场即期汇率为 CAD1＝USD0.759 0。为防止 3 个月后加拿大元贬值带来的损失，于是该公司便以 CAD1＝USD0.758 0 的价格卖出 10 份 9 月到期的加拿大元期货合约，合约总值为 1 000 000 加元(10×100 000)。3 个月后，加拿大元果然贬值，9 月市场即期汇率为 CAD1＝USD0.757 0，期货价格为 CAD1＝USD0.756 0，其套期保值过程见表 3-3。

表 3-3 空头套期保值

现汇市场	外汇期货市场
6 月 12 日 预收 1 000 000 加拿大元 汇率：CAD1＝USD0.759 0 折合美元：1 000 000×0.759 0＝759 000(美元)	6 月 12 日 卖出 10 份 9 月到期的加拿大元期货合约 期货价格：CAD1＝USD0.758 0 价值：100 000×10×0.758 0＝758 000(美元)
9 月 12 日 卖出 1 000 000 加拿大元 汇率：CAD1＝USD0.757 0 折合美元：1 000 000×0.757 0＝757 000 美元	9 月 12 日 买入 10 份 9 月到期的加拿大元期货合约 期货价格：CAD1＝USD0.756 0 价值：100 000×10×0.756 0＝756 000(美元)
损失：759 000－757 000＝2 000(美元)	盈利：758 000－756 000＝2 000(美元)

2) 投机

与套期保值不同，投资者没有实际持有外币债权或债务，而是纯粹根据自己对外货期货行情变动的预测，预期外汇期货价格上涨先买后卖；预期外汇期货价格下降则先卖后买的交易行为。外汇期货的投机包括多头投机(买空)和空头投机(卖空)两种做法。

6. 外汇期货交易与远期外汇交易的比较

外汇期货交易与远期外汇交易极其相似，它们的相同点是：都是通过合同形式，把购买或卖出外汇的汇率固定下来；都是一定时期以后交割，而不是即时交割；购买和出卖外汇的目的都是保值或投机。

外汇期货和远期外汇交易的不同点见表 3-4。

表 3-4 外汇期货与远期外汇的比较

不同点	外汇期货	远期外汇
买卖双方的合同与责任关系	买方与卖方各与结算所交易期货合约，买方或卖方与结算所具有合同责任关系、但买卖双方无直接合同责任关系	买卖双方签订远期合约，买卖双方(顾客和银行)有直接合同责任关系
有无统一的标准化规定	有统一的标准化的规定、不能违反	成交单位、价格、交割期限、地点、无统一规定，由双方自由协议
是否收手续费	每一标准合同，结算所收一定的手续费	银行一般不收手续费
交易者的资格	交易所的会员 (非会员须通过会员经纪人)	虽无资格限制，但受交易额限制

续表

不同点	外汇期货	远期外汇
是否缴纳保证金	缴纳保证金	一般不缴纳保证金
交易的场所和方式	在具体市场中成交；市场上公开叫喊为实现交易的主要方式	无具体市场、通过银行柜台、电话、电传交易
报价内容	买方或卖方只报出一种价格，买方只报买价，卖方只报卖价	买方或卖方报出两种价格，既报买入价，又报卖出价
是否直接成交与收取佣金	通过经纪人，收取佣金	一般不通过经纪人，不收佣金
是否最后交割	一般不最后交割，按“以卖冲买”或“以卖冲买”的原则冲销合同	大多数最后交割

3.2.7 外汇期权交易

1. 外汇期权交易的概念

期权(option)又称选择权，是赋予其买方在规定的期限内按双方约定的价格买进或卖出一定数量某种资产的权利。

金融期权是期权的一种，是指以金融商品或金融期货合约为标的物的期权交易形式。具体的金融期权形式有外汇期权(foreign currency option)、利率期权、股票期权和股票价格指数期权等。

外汇期权又称货币期权，是指期权的购买者在支付给期权的出售者一笔期权费(保险费)后，获得一种可以在合同到期日或期满前按预先确定的汇率(即执行价格)购买或出售某种货币的权力。在期权行使期内，期权买方有权执行期权或不执行期权。但是，期权的卖方必须无条件地配合期权买方的执行期权或不执行期权。

2. 外汇期权的种类

1) 按履约方式划分

外汇期权按履约方式划分，可分为欧式期权和美式期权。

欧式期权是期权买方只能在合约到期日才能执行期权。由于这种期权在欧洲国家比较流行，故称为欧式期权。

美式期权是指期权买方在合约到期日之前的任何一个营业日都可以执行期权。美式期权比欧式期权更具灵活性，对于卖方而言，承担的风险更大，所以美式期权的期权费比欧式期权高。

2) 按双方权利的内容划分

外汇期权按双方权利的内容划分，可分为看涨期权(call option)和看跌期权(put option)

看涨期权又称买入期权，是指期权合约的买方在支付期权费后，有权在约定的期限内按约定的汇率买进约定数量的某种外汇的权利。

看跌期权又称卖出期权，是指期权合约的买方在支付期权费后，有权在约定的期限内按约定的汇率卖出约定数量的某种外汇的权利。

3) 按期权的特定内容划分

外汇期权按期权的特定内容划分，可分为现汇期权、外汇期货期权和期货式期权。

现汇期权是指期权买方有权在约定期限内按约定汇率买进或卖出约定数的某种现汇的期权。

外汇期货期权是指期权买方有权在约定期限内按约定汇率买进或卖出约定数量的某种外汇期货的期权。

期货式期权是指交易双方以期货交易的方式来进行外汇期权交易，又称“期权期货”。

3. 外汇期权的交易要点

(1) 交易单位(或金额)一定，如通常每份英镑合约的金额为 12 500 英镑。

(2) 协定汇率以美元标出。外汇期权交易中协定汇率就是执行价格，也称协定价格或履约价格。

(3) 期权费(premium)，又称期权价格或保险费、权利金，是期权合约的价格，由期权的买方支付给期权卖方的费用。无论期权买方是否执行期权合同，这笔费用都归期权合同买方所有。

(4) 保证金。期权买方要求履约时，期权卖方有按协议汇率进行交割的义务，为确保期权合约的履行，期权卖方必须在签订合同时缴付保证金，保证金存于清算所保证金账户，随市场汇率的涨跌追不足额或退还多余额。

(5) 交易月份。外汇期权的交割月份也为每年的 3 月、6 月、9 月和 12 月。

4. 外汇期权的主要特征

外汇期权的特征主要表现在以下几个方面。

1) 买卖双方的权利和义务不对称

外汇期权的交易对象是一种将来可以买卖某种货币的权利。而不是货币本身。因此期权的买方有权利但不承担义务，期权的卖方只有义务但没有权利。

2) 买卖双方的收益与风险不对称

对于外汇期权的买方而言，他所承担的最大风险就是所支付的期权费，当外汇期权的购买者在价格对其有利的情况下执行期权时，收益可能是无限的。外汇期权的卖方获得的最大收益就是所收取的期权费，而一旦外汇期权买方在价格对其有利时执行了期权，那么外汇期权的卖方就要遭受无限的风险损失。

3) 外汇期权交易的对象是标准化合约

1982 年 12 月，美国费城股票交易所率先推出了标准化的货币期权交易合同，随后芝加哥交易所立即效仿，不久标准化的交易方式又传到其他西方国家。外汇期权合约和外汇期货合约一样，对于交易币种、合约面额、协定价格、到期月份、到期日等进行了标准化的规定。例如，在费城股票交易所，每份期权合约的金额分别为 62 500 瑞士法郎、50 000 加拿大元、31 250 英镑、50 000 澳大利亚元、6 250 000 日元。

5. 外汇期权交易的收益和风险分析

一般来说，进出口商、金融机构从事外汇期权交易有 4 种基本方法：买入看涨期权、卖出看涨期权、买入看跌期权和卖出看跌期权。

4 种基本方法的外汇期权买卖双方盈亏状况如图 3-1 和表 3-5 所示。

图 3-1(I)是买入看涨期权的盈亏状况。

从图中可以看出，Ox 是协议汇率，OC 是期权费。期权买方的最大损失不会超过期权费 OC 水平，随着汇率的上升，其收益也递增。如果汇率升到 OB，期权买方就可获得 Oπ 的收益，这里 Oπ 是市场汇率高出协定汇率 OX 的部分给期权买方带来的收益减去已付出的期权费 OC 后的净收益。如果汇率升至 OA，期权的买方履行权利的收益正好正好等于支

出的期权费 OC，A 点为盈亏平衡点。

图 3-1(II)是卖出看涨期权的盈亏状况。

从图中可以看出，当市场汇率朝着期权卖方预测方向变动即汇率下跌时，期权卖方的收益最大，不过其最大收益就是收取的期权费 OC；但当市场汇率看涨时，期权卖方的收益递减，在汇率涨幅超过 OA 水平时，期权卖方开始从收益转为亏损，而且随着汇率的继续上升，亏损将越来越大，而且不封顶。

图 3-1(III)是买入看跌期权的盈亏状况。

从图中可以看出，当汇率朝着期权卖方预测方向变化即下跌时，其收益越来越大，但其最大收益为 OE，即执行价格(协定汇率)减去期权费，其损失是有限的，最大损失是先前支付的期权费 OC。

图 3-1(IV)是卖出看跌期权的盈亏状况。

从图中可以看出，当汇价下跌时，期权卖方损失逐渐扩大，但最大损失为 OE，即执行价格(协议汇率)减去期权费；当汇价上升时，期权卖方可获得收益，但其所得最大收益就是期权费 OC。

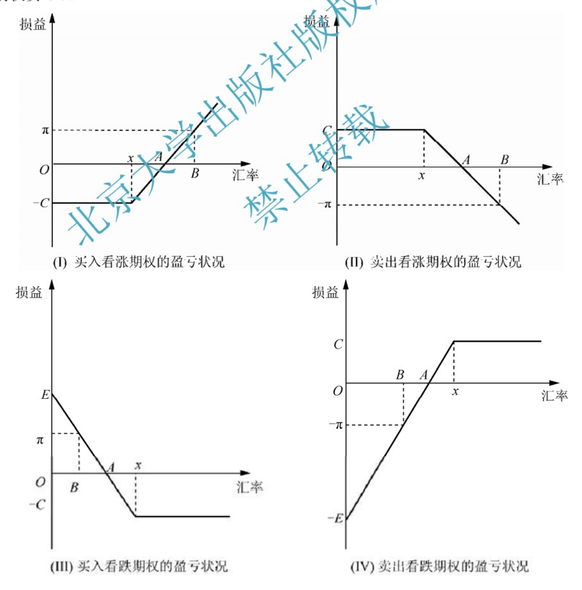


图 3-1　外汇期权买卖双方盈亏状况

表 3-5　外汇期权合约买卖双方盈亏的状况

合约种类	价格实际变动	合约买方	合约卖方
看涨期权(买进期权)	价格上涨	有利(执行合约) 最大收益：无限大	不利 最大损失：有头寸则损失有限；无头寸则损失无限
	价格下跌	不利(不执行合约) 最大损失：期权费	有利 最大收益：期权费
看跌期权(卖出期权)	价格上涨	不利(不执行合约) 最大损失：期权费	有利 最大收益：期权费
	价格下跌	有利(执行合约) 最大收益：执行价格－期权费	不利 最大损失：执行价格－期权费

6. 外汇期权交易的应用

1) 买入看涨期权

通常是有外汇债务的进口商和借款者为避免外汇汇率上升的风险，通过买入外汇看涨期权，可以达到保值的目的。在看涨期权有效期内，如果市场即期外汇交易汇率高于期权合约中的约定汇率(一般称为执行价格或协定价格)，就执行期权；如果市场即期外汇交易汇率低于期权的协定价格，就放弃期权。

例如，美国某进口商 3 月初从英国进口一套 100 万英镑的机器设备，3 个月后交货付款。为了避免 3 个月后货到付款时由于英镑升值使购买设备的美元成本增加的风险，该公司买进 16 份期限为 6 月的英镑看涨期权(每份英镑期权合约的面额为 6.25 万英镑)，已知 3 月初市场即期汇率为 GBP1＝USD1.450 0，6 月英镑看涨期权协定价格为 GBP1＝USD1.450 0，期权费为每英镑 2 美分。假设 3 个月后市场即期外汇交易汇率可能出现以下 3 种情况：GBP1＝USD1.500 0；GBP1＝USD1.400 0；GBP1＝USD1.450 0，则该公司应如何操作？

分析：(1)在 GBP1＝USD1.490 0 的情况下，英镑的即期外汇交易汇率高于期权的协定价格(GBP1＝USD1.450 0)，公司选择执行期权，按协定价格买进 100 万英镑，需支付 145 万美元，支付期权费 2 万美元，共支付 147 万美元；如该公司没有购买期权，按 GBP1＝USD1.490 0 的汇率买入 100 万英镑，需支付 150 万美元，通过利用期权交易，节省 3 万美元。

(2) 在 GBP1＝USD1.400 0 的情况下，英镑的即期外汇交易汇率低于期权的协定价格(GBP1＝USD1.450 0)，公司放弃执行期权，在市场上按 GBP1＝USD1.400 0 汇率直接买进 100 万英镑，只需支付 140 万美元，加上期权费 2 万美元，共花费 142 美元。而执行期权则要支出 147 万美元。所以放弃期权。

(3) 在 GBP1＝USD1.450 0 的情况下，3 个月后的即期汇率等于协定价格，此时该公司执行期权与否的结果都一样，虽然支付了 2 万美元的期权费，但固定了成本，这也是期权买方最大的损失。

2) 买入看跌期权

通常是有外汇资产的出口商和投资者为避免外汇汇率下跌的风险，通过买入外汇看跌期权，可以达到保值的目的。在看跌期权有效期内，如果市场即期外汇交易汇率低于期权的协定价格，就执行期权；如果市场即期外汇交易汇率高于期权的执行价格，就放弃期权。

例如，假设某公司预计 3 月初向英国出口了一批商品，6 个月后将收到 125 000 英镑的货款。为防范汇率下跌的风险，便买进 2 份 9 月英镑看跌期权(每份英镑期权合约的面额为 62 500 英镑)。已知：3 该吃市场即期外汇交易汇率为 GBP1＝USD 1.450 0，9 月英镑看跌期权执行价格为 GBP1＝USD 1.440 0，期权费为每英镑 0.02 美元。假设 6 个月后市场即期外汇交易汇率可能出现以下 3 种情况：GBP1＝USD1.410 0；GBP1＝USD1.480 0；GBP1＝USD1.440 0，则该公司应如何操作？

分析：(1)在 GBP1＝USD1.410 0 的情况下，英镑的即期外汇交易汇率低于期权的协定价格(GBP1＝USD1.440 0)，公司选择执行期权，按协定价格卖出 125 000 英镑，收入 180 000 美元，减去支付的期权费 2 500 美元，共收入 177 500 美元；如该公司没有购买期权，按 GBP1＝USD1.410 0 的汇率卖出 125 000 英镑，只收入 176 250 美元，通过利用期权交易，多收入 1 250 美元。

(2) 在 GBP1＝USD1.480 0 的情况下，英镑的即期外汇交易汇率高于期权的协定价格(GBP1＝USD1.440 0)，公司放弃执行期权，在市场上按即期外汇交易汇率 GBP1＝USD1.480 0 直接卖出 125 000 英镑，收入 185 000 美元，减掉期权费 2 500 美元，最后收入 182 500 美元。而执行期权则只收入 17 750 美元。所以放弃期权。

(3) 在 GBP1＝USD1.440 0 的情况下，6 个月后的即期汇率等于协定价格，此时该公司执行期权与否的结果都一样，虽然支付了 2 500 美元的期权费，但固定了成本，这也是期权买方最大的损失。

3.2.8 互换交易

互换交易是指交易双方通过远期合约的形式，约定在未来某一段时间内互换一系列的货币流量的交易。互换交易的基本类型有两种，即利率互换(interest rate swaps)和货币互换(currency swaps)。

利率互换和货币互换是国际金融市场上最为活跃的互换交易。利率互换是根据交易双方存在信用等级、筹资成本和负债结构的差异，利用各自在国际金融市场上的筹集资金的相对优势，将同一种货币的不同利率的债务进行对双方有利的安排。

1. 利率互换

1) 利率互换的概念

利率互换是指交易双方在一定时期内针对某一名义本金交换不同计息方法的利息支付义务。

利率互换仅交换利息，而不进行本金互换。通过这种交易，当事人可将某种利率的资产或负债换成另一种利率的资产或负债。交易双方的目的都在于降低借用资金的利息开支，并得到自己所希望的利息支付方式(固定或浮动)。利率互换同时需要银行或其他金融机构为媒介进行。

利率互换的依据是比较优势的原理，互换当事人利用利率互换的最直接动因在于，能够以比债券市场利率或银行贷款利率更低的利率水平筹集资金，从而获得成本利益。

利率互换有固定利率和浮动利率互换及浮动利率和浮动利率互换两种基本形式。

2) 利率互换的运用

假定 A 公司在欧洲美元市场筹资，固定利率为 10%，浮动利率为 LIBOR；B 公司在同一市场上筹资的固定利率为 12.5%，而浮动利率为 LIBOR＋0.5%。它们的筹资成本见表 3-6。

表 3-6　A、B 两银行的筹资成本

项目＼利率	固定利率	浮动利率
A 公司	10%	LIBOR
B 公司	12.5%	LIBOR＋0.5%
筹资成本差额	2.5%	0.5%

如果 A 公司需要 1 亿美元的浮动利率借款，而 B 公司需要 1 亿美元的固定利率借款，这里有两种选择：

第一种选择是 A 公司和 B 公司分别按照自己所能获得的利率去借自己所需的款项，那么 A 公司直接以 LIBOR 借浮动利率美元，而 B 公司直接以 12.5%的固定利率借 1 亿美元。

第二种选择是进行利率互换，虽然 A 公司在两个利率市场上都具有绝对优势，但在固定利率市场上，A 公司比 B 公司的绝对优势为 2.5%，而在浮动利率市场上，A 公司比 B 公司的绝对优势为 0.5%。这就是说，A 公司在固定利率市场上有比较优势，而 B 公司在浮动利率市场上有相对优势。这样，双方就可以利用各自的比较优势为对方借款，然后互换，从而达到共同降低成本的目的。即 A 公司以 10%固定利率去借 1 亿美元，而 B 公司以 LIBOR＋0.5%的利率去借浮动利率 1 亿美元。由于本金相同，故双方不必交换本金，而只交换利息的现金流，即 A 公司向 B 公司支付浮动利息，B 公司向 A 公司支付固定利息。

通过发挥各自的比较优势并互换，双方总的筹资成本降低额度为双方互换前的总的筹资成本(LIBOR＋12.5%)减去双方互换后的总的筹资成本(10%＋LIBOR＋0.5%)，其值为 2%。这就是互换利益。互换利益是双方合作的结果，理应由双方分享。具体分享比例由双方谈判决定。

然后，按双方约定的条件进行利率支付的互换，不妨设这一约定条件为 A 公司按 LIBOR 浮动利率支付利息给 B 公司，B 公司按 11%的固定利率支付给 A 公司，双方再按各自借款的利率支付给提供资金者。利率互换的流程如图 3-2 所示。

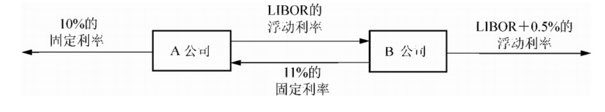


图 7-5　利率互换流程

通过利率互换，则有：

$$A公司实际筹资利率 = 10\% + LIBOR - 11\% = LIBOR - 1\%$$

式中，10%是 A 公司支付给固定利率贷款人的利率，LIBOR 是 A 公司支付给 B 公司的浮动利率，11%是 A 公司得到的 B 公司支付的固定利率。交换结果是 A 公司的筹资利率比交换前(LIBOR)降低了 1%。

B 公司实际筹资利率＝(LIBOR＋0.5%)＋11%－LIBOR＝11.5%

式中，LIBOR＋0.5%是 B 公司支付给浮动利率贷款人的利率，11%是 B 公司支付给 A 公司的固定利率，LIBOR 是 B 公司得到的 A 公司支付的浮动利率。交换结果是 B 公司的筹资利率比交换前(12.5%)降低了 1%。

2. 货币互换

1) 货币互换的概念

货币互换是指交易双方在一定期限内，将一定数量的一种货币的本金与另一种货币的等价本金进行交换。货币互换的主要原因是双方在各自国家中的金融市场上具有比较优势。货币互换是一种常用的保值工具，主要用于控制中长期汇率风险，把以一种外汇计价的债务或资产转换为另一种外汇计价的债务或资产，可以达到规避汇率风险、降低成本的目的。货币互换包括固定利率货币互换、固定利率与浮动利率货币互换及浮动利率与浮动利率货币互换 3 种情况。在此只介绍固定利率货币互换。

2) 货币互换的运用

假定 A 公司是美国的一家跨国公司。它想利用货币互换的方式资助其在英国的子公司 B，向 B 公司提供一笔英镑的优惠贷款，而美国跨国公司并无英镑优惠利率的筹资能力。与此同时，一家英国的 C 公司需用美元资金进行海外投资，却无美元优惠利率的筹资能力。这时，A 公司与 C 公司可通过货币互换得到各自所需的货币和低成本的融资条件，并可有效地避免汇率和利率变动可能遭受的风险损失。具体程序可分为 3 步。

第一步：本金初次互换。

A 公司按即期汇率 X 以美元同某银行调换相当于要贷款给 B 公司的本金金额的英镑，然后以公司间贷款方式转拨给 B 公司。作为交易媒介的银行在与 A 公司互换货币的同时，又安排了与英国公司 C 的资产互换交易，即代理 C 公司用英镑资产以即期汇率 X 购买由 A 公司提供的美元资产，此公司用获得美元资产购买美元债券。完成了本金初次互换。其操作流程如图 3-3 所示。

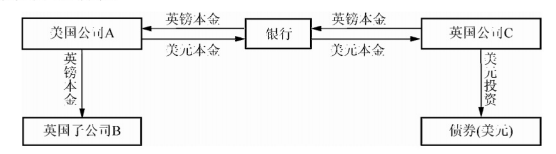


图 3-3 本金初次互换

第二步：利息互换。

货币互换交易期间，A 公司将向 B 公司贷款获得的固定利率的英镑利息，在付息日完全支付给银行，同时从银行收取相应固定利率的美元利息，银行支付给 A 公司的固定利率的美元利息，实际上是英国 C 公司把投资美元债券获得的固定利率的美元利息付给银行的。这样就完成了利息互换，其操作流程如图 3-4 所示。

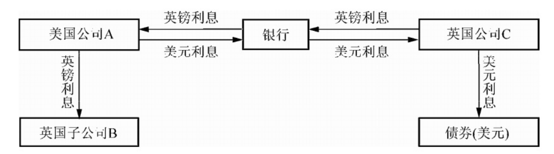


图 3-4　利息互换

第三步：到期本金再次交换。

在交易的到期日，美国 A 公司用从子公司 B 收回的英镑贷款以不变的汇率 *X* 从银行换回美元本金，银行支付给美国 A 公司的美元本金实际上是英国 C 公司从银行换回英镑本金的那部分美元。其操作流程如图 3-5 所示。

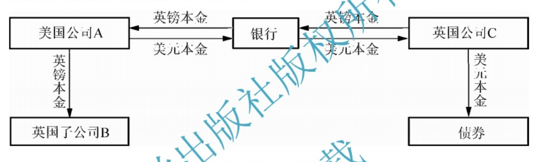


图 3-5　到期本金再互换

通过这一系列的操作，美国 A 公司和英国 C 公司均达到了低成本融资和规避汇率风险的目的。另外，程序的第一步可以是名义上的，也可以是真实本金的相互划拨。

3.3　汇率折算与进出口报价

外汇交易是牵涉到不同货币，在不同时期，以不同方式进行的买卖交割。两种货币之间的比价在不同的外汇交易形式下，其最后的比率是不同的，但它们之间具有紧密的内在联系。了解这些比价之间的内在联系，掌握其折算方法，不仅对搞好国际金融业务、减缓外汇风险有重大作用，而且对搞好对外经济贸易实务、做好对外报价、提高企业的经济效益也有重要意义。

3.3.1　即期汇率下的外币折(换)算

1. 外币/本币折本币/外币

外币/本币就是一单位外币等于多少本币的意思。本币/外币就是一单位本币等于多少外币的意思。外币/本币折本币/外币就是将一单位外币等于多少本币折算成一单位本币等于多少外币。一个国家或地区外汇市场所公布的汇率表常为 1 单位或 100 单位外币等于多少本币，而不公布 1 单位本币等于多少外币。如果外国进口商要求本国商人对其报出出口商品本币价格的同时，再报出外币的价格，这时就要将商品的本币价格，折成外币向其发盘。

因此要学会 1 单位本币等于多少外币的折算方法。只要用 1 除以本币的具体数字即可 1 单位本币折多少外币。

2. 外币/本币的买入—卖出价折本币/外币的买入—卖出价

这就是将一单位外币对本币的买入价与卖出价，折成一单位本币对外币的卖出价和买入价，也即已知外币对本币的买入—卖出价，求本币对外币的买入—卖出价。其计算方法是，求解的本币/外币的买入价，要用 1 除以原来的外币/本币的卖出价；求解的本币/外币的卖出价，要用 1 除以原来的外币/本币的买入价。现举例如下。

例如，香港外汇市场某日牌价为 USD1＝HKD 7.797 0/7.804 0，求港元对美元的汇率

求港元兑美元的买入价，应以 1 除以美元/港元的卖出价，即 1 除以 7.804 0，即 $1/7.8040=0.1281$。

求港元兑美元的卖出价，应以 1 除以美元/港元的买入价，即 1 除以 7.797 0，即 $1/7.9970=0.1283$。

因此，港元兑美元的汇率应为 HKD1＝USD0.128 1/0.128 3。

在外贸实务中，在中国香港市场如将一商品的港元成本换算成美元成本即可按上述方法换算，并对外报价。

3. 不同外币之间的折算

一种出口商品对外报价涉及多个国家、多种货币，因此，要掌握不同外币之间的套算方法，以有利于报价范围的扩大和商品市场的开拓。不同外币之间如何折算呢？根据国际外汇市场美元标价法和非美元标价法(国际外汇市场美元标价法或非美元标价法斜线左方为买入汇率，斜线右方为卖出汇率)，不同外币之间的比价折算有 3 种情况、3 种方法。

(1) 基准货币相同，标价货币不同，求标价货币之间的比价：交叉相除。

例如，国际外汇市场某银行报出的美元兑人民币与美元对日元的汇率如下：

USD1＝CNY6.785 6/6.786 6，USD1＝JPY81.241/81.251。

求人民币兑日元的汇率。

计算方法：

$$\text{人民币兑日元的买入汇率}=\frac{\text{美元兑日元的买入汇率}}{\text{美元兑人民币的卖出汇率}}=\frac{81.241}{6.7866}=11.971$$

$$\text{人民币兑日元的卖出汇率}=\frac{\text{美元兑日元的卖出汇率}}{\text{美元兑人民币的买入汇率}}=\frac{81.251}{6.7856}=11.974$$

因此，人民币兑日元的汇率为 CNY1＝JPY11.971/11.974。

可见，在美元标价法下计算交叉汇率，是将两项基本汇率的买入汇率与卖出汇率分别交叉相除，规则是下面的数字除以上面的数字，小数字除以大数字得买入汇率，大数字除以小数字得卖出汇率，如图 3-6 所示：

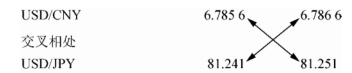


图 3-6　基准货币相同计算交叉汇率示意

2) 基准货币不同，标价货币相同，求基准货币之间的比价：交叉相除

例如，国际外汇市场某银行报出非美元报价法的澳大利亚元与新西兰元兑美元的汇率分别为 AUD1＝USD0.735 0/0.736 0，NZD1＝USD0.603 0/0.604 0。

求澳大利亚元兑新西兰元的汇率。

计算方法：

$$\text{澳大利亚元兑新西兰元的买入汇率}=\frac{\text{澳大利亚元兑美元的买入汇率}}{\text{新西兰元兑美元的卖出汇率}}=\frac{0.735\,0}{0.604\,0}=1.216\,9$$

$$\text{澳大利亚元兑新西兰元的卖出汇率}=\frac{\text{澳大利亚元兑美元的卖出汇率}}{\text{新西兰元兑美元的买入汇率}}=\frac{0.736\,0}{0.603\,0}=1.220\,6$$

因此，澳大利亚元兑新西兰元的汇率为 AUD1＝NZD1.216 9/1.220 6。

可见，在基准货币不同，而标价货币相同的情况下，求两种基准货币之间的汇率，也是将两项基准汇率的买入汇率与卖出汇率分别交叉相除。规则是上面数字除以下面数字，小数字除以大数字得出买入汇率，大数字除以小数字得出卖出汇率，如图 3-7 所示。

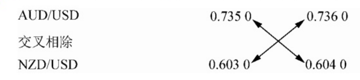


图 3-7　基准货币不同计算交叉汇率示意

3) 非美元标价与美元标价间，求某一基准货币与另一标价货币的比价：同边相乘。

例如，国际外汇市场某银行报出的美元标价的美元兑瑞士法郎与非美元标价的英镑兑美元的汇率如下：USD1＝CHF1.486 0/1.487 0，GBP1＝USD1.540 0/1.541 0。

求 1 英镑兑瑞士法郎的汇率。

计算方法：

$$\text{英镑兑瑞士法郎的银行买入汇率}=\text{英镑兑美元的买入汇率}\times\text{美元兑瑞士法郎的买入汇率}=1.540\,0\times1.486\,0=2.288\,4$$

$$\text{英镑兑瑞士法郎的银行卖出汇率}=\text{英镑兑美元的卖出汇率}\times\text{美元兑瑞士法郎的卖出汇率}=1.541\,0\times1.487\,0=2.291\,5$$

因此，英镑兑瑞士法郎的汇率为 GBP1＝CHF2.288 4/2.291 5。

可见，在美元标价法和非美元标价法各占其一的情况下计算某一基准货币与另一标价货币比价的方法，是将两项基本汇率的买入汇率与买入汇率及卖出汇率与卖出汇率同边相乘，规则是小数字乘以小数字得买入汇率，大数字乘以大数字得卖出汇率，如图 3-8 所示。



图 3-8 美元标价法与非美元标价法下计算交叉汇率示意

3.3.2 即期汇率与进出口报价

1. 合理运用汇率的买入价与卖出价

汇率的买入价与卖出价之间一般相差 1‰～3‰，进出口商如果在货价折算对外报价与履行支付义务时考虑不周，计算不精，合同条款订的不明确，就会遭受损失。在运用汇率的买入价与卖出价时，应该注意下列问题：

1) 本币折算外币时，应该用买入价

如果中国香港出口商的商品底价原为本币(港元)，但客户要求改用外币报价，则应按本币与该外币的买入价来折算。例如，某日美元对港元的买入汇率为 1∶7.789；卖出汇率为 1∶7.791。设某港商出口机床的底价为 100 000 港元，现外国进口商要求以美元向其报价，则该港商应根据港元对美元的买入价，将港元底价 100 000 港元折成美元(1∶7.789＝X∶100 000)，向其报 12 838.6 美元。如按卖出价折成美元(1∶7.791＝X∶100 000)，则仅报 12 835.32 美元。出口商将本币折外币按买入价折算的道理在于：出口商原收取本币，现改收外币，则需将所收外币卖给银行，换回原来本币。出口商卖出外币，即为银行的买入，故按买入价折算。

2) 外币折算本币时，应该用卖出价

出口商的商品底价原为外币，但客户要求改用本币报价时，则应按该外币与本币的卖出价来折算。如上例的外汇汇率，设香港某服装厂生产的每套西装的底价为 100 美元，现外国进口商要求其改用港元对其报价，则该服装厂根据港元对美元的卖出价，将 100 美元底价折成港元为 779.1 港元(100×7.791)对其报价。如按买入价折合，则仅报 778.9 港元。出口商将外币折成本币按卖出价折算的道理在于：出口商原收取外币，现改收本币，则需以本币向银行买回原外币。出口商的买入，即为银行的卖出，故按卖出价折算。

3) 以一种外币折算另一种外币，按国际外汇市场牌价折算

无论是用直接标价市场的牌价，还是用间接标价市场的牌价，外汇市场所在国家的货币均视为本币。如将外币折算为本币，均用卖出价；如将本币折算为外币，均用买入价。

例如，我国某出口商原以美元报价，每件商品 80 美元，现英国进口商要求改以英镑报价。当日纽约外汇市场即期汇率为 GBP1＝USD1.444 0/70(直接标价法)。这时我国出口商应将美元视为本币，英镑视为外币。将美元报价改为英镑报价即为将本币报价折算为外币报价，应使用买入价，应报价 55.40 英镑(80÷1.444 0)。如果以当日伦敦外汇市场的牌价作为依据，则美元视为外币，英镑视为本币。把美元报价改为英镑报价，就是外币报价折算为

本币报价，应使用卖出价计算。如果当日伦敦外汇市场报价也为 GBP1＝USD1.444 0/70(间接标价法)，这时 1.444 0 为美元的卖出价，则报价为 55.4 英镑(80÷1.444 0)。

上述买入价、卖出价折算原则，不仅适用于即期汇率，也适用于远期汇率。买入价与卖出价的折算运用是一个涉外经济工作者应掌握的原则，但在实际业务中应结合具体情况，灵活掌握。例如，出口商品的竞争能力较差，库存较多，款式陈旧而市场又较呆滞，这时出口报价也可按中间价折算，甚至还可以给予适当折让，以便扩大商品销售。

2. 即期汇率表也是确定进口报价可接受水平的主要依据

利用不同货币的即期汇率进行套(换)算，不仅对做好出口报价有着极其重要的作用，而且对核算进口报价是否合理、可否接受也起着重要作用。

(1) 将同一商品的不同货币的进口报价，按人民币汇价表折成人民币进行比较。

我国进口的商品，一般在国内销售，因此，可以和人民币进行比较，以计算成本和利润。

例如，2003 年 3 月 31 日某公司从德国进口小仪器，以欧元报价的，每个为 100 欧元；另一以美元报价，每个为 108 美元。当天人民币对欧元及美元的即期汇率分别为 EUR1＝CNY8.833 0/8.861 3，USD1＝CNY8.263 9/8.290 3。

将以上报价折成人民币进行比较，即可看出哪种货币报价相对低廉。

美元报价折人民币：108×8.290 3＝895.35(元)。

欧元报价折人民币：100×8.861 3＝886.13(元)。

可见，欧元报价的人民币成本低于美元报价的人民币成本，如不考虑其他因素，欧元的小仪器报价可以接受。

2) 将同一商品不同货币的进口报价，不以人民币汇率折算进行比较，而以当天纽约市场的美元与欧元的比价进行核算，也可得出接受何种货币报价较为核算。

纽约市场 2003 年 3 月 31 日，美元兑欧元的汇价为 EUR1＝USD1.079 8。按此比价，小仪器每个 100 欧元的报价折美元为 100×1.079 8＝10 798(美元)。而小仪器另一美元报价每个 108 美元，显然，不考虑其他因素，接受 100 欧元报价，不接受 100 美元的报价，在经济上是有利的。

3.3.3 远期汇率与进出口报价

(1) 汇率表中远期贴水(点)数，可作为延期收款的报价标准。

远期汇率表中升水货币即为增值货币，贴水货币即为贬值货币。我方在出口贸易中，国外进口商在延期付款条件下，要求我方以两种货币报价。假若甲币为升水，乙币为贴水，如以甲币报价，应按原价报出；如以乙币报价，则应按汇率表中乙币对甲币贴水后的实际汇率报出，以减少乙币贴水后的损失。所以，学会汇率表的查阅与套算，对正确报价有着重要意义。

例如，某公司向美国出口机床，如即期付款每台报价 2 000 美元，现美国进口商要求该公司以瑞士法郎报价，并于货物发运后 3 个月付款，当日纽约外汇市场美元对瑞士法郎的即期汇率为 USD1＝CHF1.603 0/40，3 个月远期贴水 125/135，问该公司应报多少瑞士法郎？

计算思路如下：

(1) 查阅当日纽约外汇市场汇价表。

(2) 由于瑞士法郎贴水 125/135，故美元兑瑞士法郎 3 个月远期汇率为 1.615 5/1.617 5。

(3) 考虑到 3 个月后方能收款，故将 3 个月后瑞士法郎贴水的损失加在货价上，故应报瑞士法郎＝原美元报价×美元/瑞士法郎 3 个月远期实际汇率。

(4) 考虑到根据纽约外汇市场汇价表来套算，美元视为本币，瑞士法郎为外币，根据本币折外币按买入价折合的原则，应报的瑞士法郎价＝原美元报价 × 美元兑瑞士法郎 3 个月远期实际汇率买入价，即 200 0×1.617 5＝3 235(瑞士法郎)。

(2) 汇率表中的贴水年率，也可作为延期收款的报价标准。

远期汇率表中的贴水货币，也即具有贬值趋势的货币，该货币的贴水年率，也即贴水货币(对升水货币)的贬值年率。如某商品原以较硬(升水)货币报价，但国外进口商要求改以贴水货币报价，出口商根据即期汇率将升水货币金额换算成贴水货币金额的同时，为弥补贴水损失，应再将一定时期内贴水率加在折算后的货价上。

例如，某食品公司冻猪肉原报价为每吨 1 150 英镑，该笔业务从成交到收汇需 6 个月，某日该公司应客户要求，改报丹麦克朗，当日伦敦市场的汇率为：英镑对丹麦克朗的即期汇率 GBP1＝DKK9.454 5/75，6 个月远期贴水 14.12-15.86 欧尔，贴水年率为 3.17%。该公司应报多少丹麦克朗？

计算的程序与方法如下。

① 将每吨冻猪肉的英镑价格换算为丹麦克朗价格。因为根据伦敦外汇市场的汇率表计算，所以英镑视为本币，丹麦克朗视为外币，根据本币折算外币应按买入价原则，每吨猪肉的丹麦克朗价格应为 1150×9.457 5＝10 876.125(丹麦克朗)。

② 由于该笔业务从成交到收汇需 6 个月，而在这 6 个月内丹麦克朗对英镑贴水(贬值)，其贴水年率为 3.17%，如把年率折为 6 个月的贴水率，则应为 3.17%×6/12=1.585% 。

③ 将 6 个月丹麦克朗对英镑的贴水率 1.585%附加于货价上，以抵补丹麦克朗在 6 个月内价值下降的损失，故应英镑改报丹麦克朗，6 个月后每吨冻猪肉收丹麦克朗的数值为

10 876.125×(1＋1.585%)＝11 048.511(丹麦克朗)

(3) 在一软一硬两种货币的进口报价中，远期汇率是确定接受软货币(贴水货币)加价幅度的根据。

例如，在进口业务中，某一商品从合同签订到外汇付出约需 3 个月，国外出口商以硬(升水货币)、软(贴水货币)两种货币报价，其以软币报价的加价幅度，不能超过该货币与相应货币的远期汇率，否则可接受硬币报价，只有这样才能达到在货价与汇价方面均不吃亏的目的。

例如，某日，苏黎世外汇市场美元对瑞士法郎的即期汇率为 USD1＝CHF 2.000 0，3 个月远期汇率为 USD1＝CHF 1.950 0。

某公司从瑞士进口机械零件，3 个月后付款，每个零件瑞士出口商报价 100 瑞士法郎，如该公司要求瑞士出口商以美元报价，则其报价水平不能超过瑞士法郎对美元的 3 个月远期汇率，即 100÷1.95＝51.3(美元)。如果瑞士出口商以美元报价，每个零件超过 51.3 美元，则该公司不应接受，仍按每个零件 100 瑞士法郎的报价。

因为接受瑞士法郎硬币报价后，该公司以美元买瑞士法郎 3 个月远期进行保值，以防

瑞士法郎升值的带来的损失，其成本也不过 51.3 美元(1∶1.95＝X∶100)。可见，在进口业务中做到货价与汇价均不吃亏，硬币对软币的远期汇率是核算软笔加价可接受幅度的标准。

本章小结

外汇市场是指经营外汇业务的银行、各种金融机构及公司企业与个人进行外汇买卖和调剂外汇余缺的交易场所。

外汇市场的类型根据不同标准分为零售市场和批发市场；有形市场和无形市场；官方外汇市场、自由外汇市场和外汇黑市。

外汇市场主要是由外汇银行、外汇经纪人、中央银行及一般客户等构成。

外汇交易形式主要包括即期外汇交易、远期外汇交易、地点套汇交易、套利交易、掉期交易外汇期货交易、外汇期权交易、互换交易等。

即期外汇交易也称为现汇交易，是指外汇银行与其客户或与其他银行之间的外汇买卖成交后，原则上两个工作日内办理交割的外汇业务。

远期外汇交易又称期汇交易，指外汇买卖成交后，根据合同规定，在约定的到期日，按约定的币种、金额、汇率收付交割的外汇交易。

套汇交易是套汇者利用同一货币在不同外汇市场或不同交割期上出现的汇率差异，为赚取利润而进行的外汇交易。利用同一货币在不同市场的汇率差异进行套汇叫做地点套汇。利用同一货币在不同交割期上的汇率差异进行的套汇叫做时间套汇。地点套汇可分为直接套汇和间接套汇两种方式。

套利交易是指利用不同国家或地区短期利率的差异，将资金由利率较低的国家或地区转移到利率较高的国家或地区进行投放，以从中获得利息差额收益的一种外汇交易。套利交易由非抵补套利和抵补套利两种方式。

掉期交易是指在外汇市场上，交易者在买进一定期限的某种外汇的同时卖出交割期限不同的等额同一外汇的交易。

外汇期货交易又称货币期货交易，是指在期货交易所内，根据成交单位、交割时间标准化的原则进行的外汇期货合约买卖。外汇期货合约是交易双方承诺在未来某个确定的日期、按事先确定的价格交割特定标准数量外汇的合约。

外汇期权又称货币期权，是指期权的购买者在支付给期权的出售者一笔期权费(保险费)后，获得一种可以在合同到期日或期满前按预先确定的汇率(即执行价格)购买或出售某种货币的权力。在期权行使期内，期权买方有权执行期权或不执行期权。但是，期权的卖方必须无条件地配合期权买方的执行期权或不执行期权。

互换交易是指交易双方通过远期合约的形式，约定在未来某一段时间内互换一系列的货币流量的交易。互换交易的基本类型有两种，即利率互换和货币互换。

在进出口贸易中，进出口商在货价折算对外报价时，应遵循本币折算外币，用买入价；外币折算本币，用卖出价的原则。

远期汇率与进出口报价有着密切的关系。汇率表中远期贴水数和贴水年率，都可作为延期收款的报价标准；在一软一硬两种货币的进口报价中，远期汇率是确定接受软货币加价幅度的根据。

练 习 题

一、选择题

1．外汇市场的实际操纵者是(　　)。

A．外汇银行　　B．外汇经纪人　　C．中央银行　　D．客户

2．起息日是指(　　)。

A．合同签订日　　B．交易达成日　　C．交割日　　D．交易谈妥后第一个工作日

3．本币报价改为外币报价时，应按(　　)。

A．买入价　　B．卖出价　　C．中间价　　D．美元价

4．期权的买方必须支付一定的(　　)以购买期权合约，这就是期权的价格。

A．预付款　　B．保险费　　C．期权费　　D．保证金

5．外汇期货交易的特点包括(　　)。

A．期货合同金额标准化　　B．交割日期固定化

C．外汇期货市场实行会员制　　D．实行保证金制度

E．绝大部分期货合同都通过对冲方式了结

二、填空题

1．如果一种货币的远期汇率高于即期汇率，称为(　　)；如果一种货币的远期汇率低于即期汇率，称为(　　)。

2．在不同的标价法下，买价和卖价的位置不同。间接标价法下，前面是(　　)，后面是(　　)。

3．(　　)是期货交易所下设的职能机构，其基本工作是负责交易双方最后的业务清算。

4．在期权交易中，对期权买入者而言，所承担的最大损失为支付的(　　)。

5．互换交易主要包括(　　)和(　　)两种。

三、判断题

1．如果两国利率差为3%，而高利率国家货币的年贴水率为2.75%，则套利活动可行。　(　　)

2．协定价格，也就是期权价格，是买卖双方约定的、在未来某一时间，买进或卖出一定数量货币的价格。　(　　)

3．“交割日”就是外汇买卖成交后第二个营业日。　(　　)

4．外汇期货交易买卖的对象是外汇。　(　　)

5．掉期交易可以由一笔即期交易和一笔远期交易构成，但是不可以由两笔期限不同的远期交易构成。　(　　)

四、计算题

1．已知伦敦外汇市场的外汇牌价为即期汇率GBP1＝USD1.580 0/1.582 0，3个月远期为70/90。

(1) 美元3个月远期的汇率是多少？

(2) 某商人如卖出3个月远期美元10 000，届时可以换回多少英镑？(保留小数点后两位)

(3) 如按上述汇率，我机械公司出口一批机床，原报价每台18 000英镑，现英商要求改用美元报价，则应报多少美元？

2．已知纽约外汇市场即期汇率USD1＝CHF1.534 0，3个月远期瑞士法郎贴水30点。又知一年期美元利率为5.1%，一年期瑞士法郎利率为6.5%。某美国商人从国内银行借得100万美元。不考虑套利费用。

(1) 如果此人进行抵补套利，是否会获利？

(2) 若有利可图，可获利多少？(结果保留整数)

3．某日3地外汇市场汇率为

伦敦市场：GBP/HKD＝14.475 5，

纽约市场：GBP/USD＝1.802 1，

香港市场：USD/HKD＝7.865 4。

若不考虑交易费用，

(1) 是否存在套汇机会？(请计算说明)

(2) 若存在套汇机会，以10万美元进行套汇交易，应如何进行？盈利多少？(结果保留整数)

4．某日我国某机械进出口公司从美国进口机械设备。美国出口商采用两种货币报价。美元报价单价为USD6 000.00，英镑报价为GBP4 000.00。

(1) 若当日人民币对美元和英镑的即期汇率分别是 USD1＝CNY6.267 1/6.261 9，GBP1＝CNY110.694 1/10.740 5。

(2) 若当日伦敦外汇市场的即期汇率为 GBP1＝USD1.535 5/1.536 5。

现只考虑即期汇率，在以上两种情况下，我国公司应分别接受那种货币报价？

五、思考题

1．当今国际外汇市场主要有哪些基本特征？

2．什么是升水和贴水？在不同标价法下如何计算远期汇率？

3．举例说明什么是掉期交易。

4．如何判断间接套汇的可行性？

5．简述外汇期货交易的主要交易制度。

6．外汇期货交易与远期外汇交易有什么异同？

7．举例说明外汇期货交易的套期保值功能。

8．用图形说明外汇期权买卖双方的收益和风险状况。

9．如何合理运用汇率的买入价和卖出价改变商品的进出口报价？

六、案例分析

中信泰富外汇合约巨亏 155 亿港元

1．中信泰富简介

中信泰富有限公司(以下简称中信泰富)是大型国企中国中信集团有限公司(以下简称中信集团)中信集团在香港的 6 家上市公司之一。中信泰富的前身泰富发展有限公司(以下简称泰富)成立于 1985 年。1986 年通过新景丰公司而获得上市地位，同年 2 月，泰富发行 2.7 亿股新股于中国国际信托投资(香港集团)有限公司，使中信集团(香港)持有泰富 64.7%股权。自此，泰富成为中信集团子公司。

中信泰富于香港注册成立，于香港联合交易所上市，并为恒生指数成分股之一。中信泰富之最大股东为中国国际信托投资(香港集团)有限公司，是北京中国国际信托投资公司的全资附属公司。

2008 年 10 月 21 日，中信泰富的股价暴跌 55%，该公司此前承认其手中的杠杆货币头寸有可能导致近 20 亿美元的损失。这家颇具声誉的公司在两个交易日中市值蒸发掉了 2/3，成了在全球金融危机中首批中箭落马的中国企业。

2．中信泰富巨亏案简介

中信泰富集团为减低西澳洲铁矿项目面对的货币风险，签订若干杠杆式外汇买卖合约以对冲风险。自 2009 年 9 月 7 日察觉到该等合约带来的潜在风险后，公司终止了部分合约。但 2008 年 7 月 1 日～10 月 17 日，该公司已因此亏损 8.07 亿港元。

这起外汇杠杆交易可能是由于澳大利亚元的走高而引起的。中信泰富在澳大利亚有一个名为 SINO-IRON 的铁矿项目，该项目是西澳最大的磁铁矿项目。这个项目总投资约 42 亿美元，很多设备和投入都必须以澳大利亚元来支付。中信泰富直至 2010 年对澳大利亚元的需求都很大。整个投资项目的资本开支，除 2009 年之前的 16 亿澳大利亚元之外，在项目进行的 25 年期内，还将在全面营运的每年度投入至少 10 亿澳大利亚元，为了减低项目面对的货币风险，因此签订若干杠杆式外汇买卖合约。

2008 年 10 月 20 日，中信泰富(00267)发布公告称，公司为减低西澳洲铁矿项目面对的货币风险，签订若干杠杆式外汇买卖合约而引致亏损，实际已亏损 8.07 亿港元。至 10 月 17 日，仍在生效的杠杆式外汇合约按公平价定值的亏损为 147 亿港元。换言之，相关外汇合约导致已变现及未变现亏损总额为 155.07 亿港元。

3．对中信泰富对冲风险外汇合约风险分析

外汇杠杆合同被普遍认为投机性很强，属于高风险产品。这次导致中信泰富巨额亏损所投资的杠杆外汇合约，正是变种累股证(Accumulator)。

"Accumulator"的全名是 knock out discount accumulator(KODA)，因其杠杆效应，在牛市中放大收益，熊市中放大损失。一般由欧美私人银行出售给高资产客户。累股证其实是一种期权产品，发行商锁定股价的上下限，并规定在一个时期内(通常为一年)以低于目前股价水平为客户提供股票。

银行向客户提供较现价低 5%～10%的行使价，当股价升过现价 3%～5%时，合约就自行终止。当股价跌破行使价时，投资者必须按合约继续按行使价买入股份，但有些银行会要求投资人要双倍甚至三倍的吸纳股份。

举例来说，假设中国移动通信集团公司(以下简称中国移动股票)现价为 100 港元，KODA 合约规定 10%折让行使价，3%合约终止价，两倍杠杆，一年有效。也就是说，尽管中国移动目前股价为 100 港元，但 KODA 投资者有权在今后的一年中，以 90 港元行使价逐月买入中国移动股份。如果中国移动股价升过 103 港元，合约就自动终止。但是如果中移动股价跌破 90 港元，投资者必须继续以 90 港元双倍吸纳股份，直至合约到期。

这样的产品在牛市来说，无疑是"天上掉下的馅饼"。2008 年股市高峰时，不少股票特别是中资股单日暴涨的不在少数，这对于 KODA 投资者来说，就像"捡钱"一样，合约也经常在签约后数天甚至是当日自动终止，投资者超短线收益 20%的例子不胜枚举。据统计，2007 年，在香港的私人银行中，有超过七成投资者的以 KODA 形式购买股票。私人银行的资金占香港散户资金一半以上，客户人数不多，但是金额庞大，而且多采用杠杆借贷。

不过，当市场越走越高，行使价也越来越高，尝到甜头的富人们开始加大筹码，他们似乎不知道风险也在悄悄倍增。在 2008 年 11 月以后，港股节节败退，不少与 KODA 挂钩的热门中资股出现三成、四成甚至五成的跌幅，KODA 投资者们也只有照单全收，如果合约要求双倍吸纳，那么连续几个月的跌势对于这些富人来说真是不堪回首。

这次中信泰富错买的杠杆外汇合约，可说是变种 Accumulator。不同之处，在于其对赌博的目标，不是股份，是汇价。至于促销对象，股票 Accumulator 会集中售予个人投资者，而变种的外汇 Accumulator，则主要以上市公司及中小企为对象。

累计目标可赎回远期合约的英文原名是 accumulated target knock-out forward contracts。这种产品的原理可近似看作中信泰富向对手方购买一份澳元兑美元的看涨期权及卖出两份看跌期权，行权价格都是 0.87。当澳元汇率高于 0.87 美元时，中信泰富以低于市场价的 0.87 每天买入 1 个单位外汇而获利，但当汇率下降到 0.87 以下时，则中信泰富必须每天以 0.87 的高价买入 2 个单位外汇。这意味着，中信泰富把宝完全押在了多头。

在合约开始执行的 7 月初，澳元对美元价格持续稳定在 0.90 以上，澳元一度还被外界认为可能冲击到"平价美元"的地位。这样的一份合约似乎看上去是个好买卖。但是到了 8 月上旬，国际金融市场风云突变，澳元兑美元接连走低，特别是 10 月初澳元出现暴跌，巨亏就此酿成。

澳大利亚元兑美元汇率从 2000 年以来一直呈单边上行趋势，即使在调整期跌幅也较小，因此当时很难预料到短短 3 个月内，澳大利亚元不仅跌破 0.87，而且还出现 30%的跌幅。可以说这都是全球金融动荡惹的祸。

问题：

通过对中信泰富外汇合约巨亏案例了解分析，谈谈你对各种外汇交易及其风险的认识，以及你对各种错综复杂的衍生交易工具发展前景的看法。

第 4 章　外汇风险管理

教学目标

通过本章的学习，掌握外汇风险的概念、外汇风险的构成要素及外汇风险的分类，重点掌握外汇风险管理的一般方法与基本方法，以便在对外经济往来业务中能够及时识别风险、准确度量风险、成功规避风险。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
外汇风险概述	掌握外汇风险的概念及构成要素	(1) 外汇风险的含义 (2) 外汇风险的构成要素 (3) 外汇风险构成因素之间的相互关系
外汇风险的分类	重点掌握外汇风险的分类	(1) 折算风险 (2) 交易风险 (3) 经济风险
外汇风险管理的一般方法	掌握外汇管理一般方法的特点及规避风险的程度水平	(1) 货币选择法 (2) 配对法 (3) 货币保值法 (4) 外汇交易法 (5) 借贷投资业务法 (6) 国际信贷法 (7) 选择结算方式法 (8) 提前/拖延收付法 (9) 调整价格法 (10) 对销贸易法
外汇风险管理的基本方法	重点掌握远期外汇交易法、BSI 法、LSI 法的具体应用	(1) 3 种基本防止外汇风险方法在应收外汇账款中的具体运用 (2) 3 种基本防止外汇风险方法在应付外汇账款中的具体运用



导入案例

2007年年底，美国一家设备制造公司向英国出口一批价值3 000万英镑的机械设备，双方约定6月底以英镑进行结算，交货日与付款日相差3个月。交货日的外汇现货汇率为GBP1 = USD1.676 0，依此汇率，这批机械设备货款折合5 028万美元。但是，根据当时英美两国的政治、经济状况及世界经济的基本情况，外汇市场预期英镑兑美元的汇率3个月后将下浮。根据这种预期，该公司在6月底把收到的英镑兑换为美元时，可能会面临兑换损失，即3 000万英镑货款到时兑换到的美元数额要少于5 028万美元。

上述美国设备制造公司所面临的风险是经济主体在从事与外汇有关的经济活动中所必须面对的一个现实问题，是经济主体在持有和运用外汇的经济活动中，因外汇汇率变动而蒙受损失或获取收益的可能性。

(资料来源：张米良，郭强. 国际金融[M]. 哈尔滨：哈尔滨工业大学出版社，2010.)

基本概念

外汇风险　折算风险　交易风险　经济风险　平衡法　组对法　借款法　投资法　BSI法　LSI法

4.1　外汇风险概述

企业跨国经营的一大特点，就是需要运用多种货币。通常，货币作为国家主权的一个组成部分，各国政府都要求在本国范围内进行生产、销售及会计活动，使用本国的货币作为支付手段和计价尺度。企业跨国经营涉及两个以上的主权国家，涉及资金在不同国家之间流动，因此，需要将一种货币兑换成另一种货币，才能实现国际贸易、跨国投资和融资、红利分配等。在越来越多国家选择浮动汇率制度的情况下，汇率的波动给跨国企业的国际经营带来了风险，使它们的现金流不确定，企业的价值受到不利影响。因此，外汇风险(foreign exchange risk)是跨国企业必须面对的风险。当然，欧元区15个国家内部的跨国经营，由于它们统一使用欧元，不涉及货币兑换问题，大大降低了企业的外汇风险。

4.1.1　外汇风险的含义

外汇风险，又称汇率风险，是指由于汇率波动而使以外币计值的资产、负债、盈利或预期未来现金流量的本币价值发生变动从而给外汇交易主体带来的不确定性。这种不确定性是两方面的：既可能使经济主体遭受损失，也可能带来收益。广义的外汇风险是指既有损失可能性又有盈利可能性的风险。狭义的外汇风险仅指汇率变动给经济主体带来损失可能性的风险。本章在此以狭义的外汇风险管理为主要内容。

一般认为，外汇风险产生于不同货币之间的兑换，只要有币种之间的兑换，就不可避免地有外汇风险。实际上，一些以本币计价的预期未来现金流量也可能遭受外汇风险。例如，一个在本国市场上销售汽车的英国公司同一家美国公司竞争，在这种情况下，如果美元的兑换比率发生变化，汇率的变化自然会通过两国的生产成本、销售价格的变化影响到两国公司预期现金流量的现值，从而提高或降低英国公司同美国公司竞争中的地位。

外汇风险针对的是经济主体持有外汇的敞口头寸(exposure position，也称受险部分或风险头寸)而言的，并非其全部资产或负债。敞口头寸是指经济主体所持有的外汇资产与负债

的差额，即暴露在外汇风险之中的那一部分资产或负债。在经济主体所持有的外汇头寸轧平的情况下，它并不会面临外汇风险。但是这里需要注意的是时间因素的作用。例如，A银行买入2个月期限的100万美元资产，卖出1个月的期限的100万美元的资产，在一个月内，它并不存在综合性敞口头寸。但是，在1个月以后，这种平衡不复存在，100万美元资产又暴露于外汇风险中。

4.1.2 外汇风险的构成要素

一个涉外经济主体在它的经营活动中所发生的外币收付，如应收账款、应付账款、货币资本的借入或贷出等，均需与本币进行折算，以便结清债权债务并考核其经营活动成果。本币是衡量一个企业经济效果的共同指标，从交易达成到应收账款的最后收进、应付账款的最后付出、借贷本息的最后偿付均有一个期限。这个期限就是时间因素。在确定的时间内，外币与本币的折算比率可能发生变化，从而产生外汇风险。可见凡是外汇风险一般包括3个要素：本币、外币和时间。

如果一个国际企业在某笔对外交易中未使用外币而使用本币计价收付，这笔交易就不存在外汇风险，因为它不涉及外币与本币的折算问题，从而不存在汇率波动的风险。一笔应收或应付外币账款的时间结构对外汇风险的大小具有直接的影响，时间结构越长，外汇风险越大。因而，规避外汇风险，就是要规避时间风险与价值风险两大部分。

例如，一个企业90天后有一笔外汇收入。这里，既存在时间风险，又存在价值风险。现该企业借入一笔外汇贷款，其金额与未来的外汇收入相等，并将这笔贷款的偿付时间也规定在90天后，即以90天后的外汇收入来偿还这笔外汇贷款，把将来的时间风险转移到现在。这样就消除了时间风险，但受汇率波动影响的价值风险仍然存在。如欲消除该价值风险尚需采取措施，即将外币借款换成本币，然后以本币进行投资，借以获得一定的投资利润。这样，才能消除全部风险。

4.1.3 外汇风险构成要素之间的相互关系

假若一个国际企业有一笔未结算而敞着口的外汇收支，一定会同时呈现出本币、外币、时间3个要素。这3个要素关系复杂，构成不同的外汇风险形式，相应地要采取不同的消除外汇风险的方法。为便于分析各要素之间的相互关系，简化烦琐重复的文字解释，本章将借助符号与图示来说明外币资金的流出入情况与消除外汇风险的方法。

本章用方块来表示公司；箭头表示货币流动；单线箭头表示外币流动，双线箭头表示本币流动；虚线箭头表示另一种外币流动；箭头朝向方块表示货币流入；箭头从方块移开表示货币流出；箭头上的天数表示若干天后将有货币流动。

(1) 符号与图示举例。

① 单线箭头指向方块，则外币流入；其流入来自售货、股息、银行借款或其它，如图4.1所示。

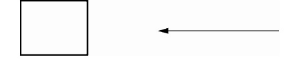
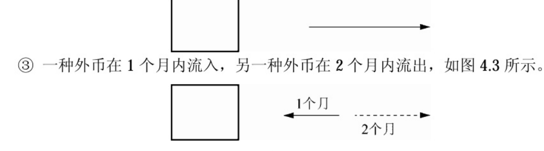


图4.1 外币流入

② 单线箭头从方块移开，则外币流出，如图 4.2 所示。这是由于向供应商支付、偿还银行贷款与向国外投资所引起的支付。



③ 一种外币在 1 个月内流入，另一种外币在 2 个月内流出，如图 4.3 所示。

图 4.3　一种外币 1 个月内流入，另一种外币 2 个月内流出

(2) 多头地位与空头地位

一个企业在一定时期以后将有一笔外汇资金流入，则该企业处于多头地位(long foreign currency)；如有一笔外汇流出则处于空头地位(short foreign currency)，如图 4.4 所示。企业根据不同的地位，采取不同的消除外汇风险的方法。多头地位要先借外币，空头地位要先借本币来消除风险，它是运用外汇风险管理技术的基础。

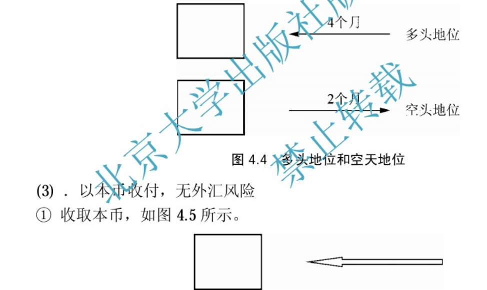


图 4.4　多头地位和空天地位

(3) ．以本币收付，无外汇风险

① 收取本币，如图 4.5 所示。

图 4.5　收取本币

某公司向海外销售，买主以该公司所在国家的货币(本币)计价。这里没有外汇风险，因为本币与将流入的货币是相同的，不存在外币与本币的折算问题。

② 支付本币，如图 4.6 所示。



图 4.6　支付本币

某公司从国外进口货物或劳务，1 个月后需支付一定数量的本币。由于不存在本币与外币折算问题，因而不存在任何风险。

(4) 流入的外币与流出的外币金额相同、时间相同，无外汇风险，如图 4.7 所示。

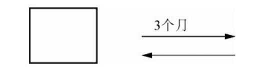


图 4.7　流入外币与流出外币金额相同、时间相同

(5) 不同时间的相同外币、相同金额的流出入，只有时间风险，既不处于多头地位，也不处于空头地位，如图 4.8 所示。



图 4.8　不同时间的相同外币、相同金额的流出入

(6) 一种外币流出，另一种外币流入，具有双重风险，如图 4.9 所示。

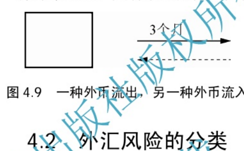


图 4.9　一种外币流出，另一种外币流入

4.2　外汇风险的分类

时间分类法是当前较为普遍的外汇风险分类方法，即按照外汇风险发生的时间阶段不同，将经济主体所面临的风险分为三大类：折算风险(translation risk)、交易风险(transaction risk)和经济风险(economic risk)。

4.2.1　折算风险

1. 折算风险的概念

折算风险又称会计风险(accounting risk)，它是指涉外经济主体在进行会计处理和对以外币计价的债权和债务进行财务决算时，对于必须转换成为本币的但是以各种外币计价的项目进行评价时产生的风险。换言之，会计风险就是因为在评价外币计价的债权债务及决算时采用的汇率和初始计账时的汇率不同，从而产生的账面上的损益差异的可能性。会计风险多产生在跨国公司、涉外企业将世界各地的子公司或海外分支机构的财务报表进行合并统一处理的过程中。在此过程中，各子公司必须把各自不同的货币转化为统一的记账货币才能衡量综合的收益水平。

很显然，会计风险是一种账面风险，是存量风险。从经济角度分析，会计风险和实际价值并没有直接关系，在会计折算过程中资金实际上不发生转移，但是会计风险对企业的利税额、利润分配、股票价格等方面都会产生一定的影响。一般，会计评价结果会影响股东和投资者对企业的评价，对股票价格产生关联影响，并影响企业的融资能力，还可能影响企业的纳税额。会计风险对企业利税的影响受到不同国家的会计制度与税收制度的制约，人为的影响因素较大。

折算风险主要有 3 类表现方式：存量折算风险、固定资产折算风险和长期债务折算风险。

2. 折算风险的折算方法

由于各种经济主体财务报表中的不同项目性质各异，人们对不同项目是否面临折算风险的看法也不一致，由此便产生了不同的折算方法。历史上西方各国曾先后出现过 4 种折算方法。

1) 流动/非流动折算法

该方法将跨国公司的海外分支机构的资产负债划分为流动资产、流动负债和非流动资产、非流动负债。流动资产是指可以迅速变现的资产，包括库存现金、应收账款、存货等；流动负债是指期限在一年以下的短期负债，包括应付账款、应付利息、短期票据等；非流动资产主要指不能迅速变现的持有期在一年以上的资产，主要包括固定资产、长期证券投资等；非流动负债是指不要求在一年内偿还的长期负债，如长期票据、长期占款、抵押负债等。这种方法在编制资产负债表时，流动资产和流动负债按编表时的现行汇率折算，面临折算风险；非流动资产和非流动负债则按原始汇率折算，无折算风险。

2) 货币/非货币折算法

该方法将跨国公司海外分支机构的资产负债划分为货币资产负债和非货币资产负债。货币资产包括现金和应收账款；货币负债包括应付账款和长期负债；非货币资产负债即指真实资产，包括存货和固定资产。对货币资产和负债，按现行汇率折算，面临折算风险，对非货币资产负债，按原始汇率折算，没有折算风险。

3) 时间度量法

该方法为货币/非货币折算法的变形，只是对真实资产的处理略有不同。如果真实资产以现行市场价格表示，则按现行汇率折算，面临折算风险；如果真实资产以原始价格表示，则按原始汇率折算，没有折算风险。在此方法下，收益和费用按发生日当天汇率折算，但如果有大量的此类交易发生，则采用平均汇率法。折旧和摊销采用原始汇率进行计算。

4) 现行汇率法

该方法将跨国公司的海外分支机构的全部资产和全部负债均按现行汇率来折算，这样一来，海外分支机构的所有资产负债项目，都将面临折算风险。目前，该方法已成为美国公认的会计习惯做法，并逐渐为西方其他各国所采用。

4.2.2 交易风险

1. 交易风险的概念

交易风险指由于以外币计值的未来应收款、应付款在以本币进行结算时，其成本或收益因汇率波动而导致损失的可能性。交易风险是一种流量风险，是涉外经济活动中经常面临的风险，其本质是由于交易合同中的计价货币与本币不一致所带来的风险。当经济主体的外汇债权或债务已经产生，而在汇率发生变动后才进行实际收付，从而产生交易风险。

2. 交易风险的类别

(1) 以即期或延期付款为条件的商品或劳务的进出口，在货物装运或劳务提供后到收到货款或劳务费用这一间隔时间，由于汇率变动所带来的风险，其中最主要的是涉及企业有以外币计价的应收款或应付款。

例如，假设我国一家企业某日从美国某公司进口一批价值 10 万美元的货物，付款期限

为 90 天。按成交当日汇率 USD1＝CNY 8.275 6 计算，该企业应付账款为 827 560 元人民币。但 90 天后付款时，人民币贬值，汇率为 USD1＝CN 8.275 7 元，此时买入 10 万美元需要 827 570 元，使该企业的进口成本增加了 10 元。

(2) 外汇银行在进行外汇买卖中，由于外汇买进和卖出的不平衡也会出现交易风险。外汇银行买入外汇大于卖出外汇的多头部分，要担负该种外币汇率下跌的风险；卖出外汇大于买入外汇的空头部分，要担负该种外汇汇率上涨的风险。

例如，日本某商业银行在某日分别买入和卖出同样期限的 10 万美元和 8 万美元，当日汇率为 USD1＝JPY100。若一个月后美元汇率下跌为 USD1＝JPY90，那么，该银行保有的 2 万美元多头，因美元汇率的下降而损失 20 万日元。

(3) 以外币计价的国际信贷活动中，在债权债务未清偿了结之前存在的交易风险。

例如，我国某金融机构在日本筹集一笔总额为 100 亿日元的资金，以此向国内某企业发放 10 年期美元固定利率贷款，按当日汇率 USD1＝JPY125 计，100 亿日元折合 8 000 万美元。10 年后若汇率变成 USD1＝JPY100，此时，仅 100 亿日元本金，就升值 1 亿美元，而该金融机构到期收回本金 8 000 万美元与利息 1 120 万美元(按年率 1.4%计)，总计 9 120 万美元，折合 91.2 亿日元，连借款的本金都无法如数偿还。

4.2.3 经济风险

1. 经济风险的概念

经济风险又称经营风险(operating risk)，是指意料之外的汇率变动通过影响企业生产销售数量、价格和成本，而引起企业未来一定期间内收益或现金流量发生变化的一种潜在风险。值得注意的是，这里所说的汇率变动是企业没有预料到的汇率变动，因为预测到的汇率风险已被企业进行了相应的处理，因而不存在风险。这种潜在风险的大小及能否避免，在很大程度上取决于企业的预测能力。经济风险与前两种风险相比，交易风险和会计风险是一次性的，而经济风险对企业的影响是长期的和复杂的，因而经济风险是企业，尤其是从事跨国经营的企业最为关心的一种风险。

2. 经济风险的类型

1) 本币贬值时的经济风险

一般来说，本国货币实际汇率的贬值会增强出口产品和进口替代产品的竞争力。本国货币贬值，会通过贬值的通货膨胀效应导致国内投入品成本的上升。如果国内外产品的替代程度高，则对进口投入品的需求会下降，而相应对本国投入品需求上升。如果国内外产品替代程度低，则进口投入品的本币价格会大幅度上升。这些都可能给企业的国内采购成本或进口成本造成影响。本国货币贬值时，根据商品的需求价格弹性，企业或通过降低销售价格带动销售数量的大幅度上升而增加销售收入，或者维持外币价格而提高本币价格以增加销售收入。

2) 本币升值时的经济风险

本国货币实际汇率的升值会伤害出口工业和进口替代业。例如，20 世纪 70 年代末，瑞士法郎的实际汇率上升，结果给瑞士的手表生产厂商造成很大的冲击。由于日本产品的竞争，瑞士手表生产商难以提高出口产品的美元价格，而国内生产成本由于工资成本的刚

性而无法下降，瑞士法郎的坚挺造成瑞士手表出口商的利润减少。同样在 80 年代，日元的持续走强也给日本汽车出口业带来巨大的压力。

4.3 外汇风险管理的一般方法

任何可以完全或部分消除外汇风险的技术称为保值措施(cover the risk)或外汇风险的防止方法。有的方法可以完全消除外汇风险；有的要几种方法相互配合、综合使用才能消除全部风险。要达到消除全部外汇风险(既消除时间风险，又消除价值风险)的目的，一定要针对风险创造一个与其方向相反、金额相同、时间相同的货币流动。具有外汇风险的国际企业结合每笔交易的特点与本身贸易财务条件，可以采取下列方法和具体措施来防止风险。

4.3.1 货币选择法

1. 本币计价法

选择本币作为合同货币，清偿时不会发生本币与外币之间的兑换，因而外汇风险无从产生，从而可以完全避免外汇风险。但在实践中，这种方法仅适用于本国货币可以自由兑换的少数几个国家。美国、日本、德国以本币作为结算货币的贸易额占到总贸易额的 75%以上。由于本币对非居民而言是外币，因此该方法的实质是将外汇风险转嫁，由交易对方承受。该方法的前提条件是对方能够接受本币计价，否则，经济主体将会丧失贸易机会。因此，这一方法主要适用于实行货币自由兑换的国家。

2. 硬/软币计价法

在出口贸易中应选择硬币或具有上浮趋势的货币作为计价货币；在进口贸易中应选择软币或具有下浮趋势的货币作为计价货币，以减缓外汇收支可能发生的价值波动损失。

如果坚持上述原则而在货价上蒙受损失，也可一半的进出口计价用硬币，一半用软币，使买卖双方互不吃亏，平等互利。

当前，有些金额较大的进出口合同，采用 4 种货币计价(两种较硬货币，两种较软货币)，使不同货币的急升急降风险缓冲抵消。这样就可防止使用单一货币计价时因汇率的突然大幅度升降，使买卖双方遭受重大损失。

3. 可自由兑换货币计价法

可自由兑换货币的流动性大，不但有利于外汇资金的调拨和运用，而且在汇率发生变动时可以迅速地进行货币之间的兑换和转移，从而达到防范和转嫁风险的目的。

4. 多种货币组合法

多种货币组合法亦称一揽子货币计价法，意指在进出口合同中使用两种以上的货币来计价以消除外汇汇率波动的风险。当公司进口或出口货物时，假如其中一种货币发生升值或贬值，而其他货币的价值不变，则该货币价值的改变不会给公司带来很大的外汇风险，或者说风险因分散开来而减轻；若计价货币中几种货币升值，另外几种货币贬值，则升值的货币所带来的收益可以抵消贬值的货币所带来的损失，从而减轻外汇风险的程度或消除外汇风险。

4.3.2 配对法

1. 平衡法

平衡法是指在同一时期内，创造一个与存在风险相同货币、相同金额、相同期限的资金反方向流动。例如，A 公司在 3 个月后有 100 000 欧元的应付货款，该公司应设法出口同等欧元金额的货物，使 3 个月后有一笔同等数额的欧元应收货款，借以抵消 3 个月后的欧元应付货款，从而消除外汇风险。

在一般情况下，一个国际公司取得每笔交易的应收应付货币“完全平衡”(perfect matching)是难以实现的。只有一个公司的产品能向世界任何地方以任何货币计价售出，或从任何国家以任何货币计价购买时才可能达到，但这是不现实的。一个国际公司采用平衡法，还有赖于公司领导下的采购部门、销售部门与财务部门的密切合作。在金额较大的、存在着一次性的外汇风险的贸易中尚可采用平衡法。

2. 组对法

某公司具有某种货币的外汇风险，它可创造一个与该种货币相联系的另一种货币的反方向流动来消除某种货币的外汇风险。另一种货币虽与某种货币流向相反，但金额相当、时间相同。这样的方法称为组对法。

平衡法与组对法的区别在于：作为组对的货币是第三国货币，它与具有外汇风险的货币反方向流动。具有外汇风险的货币对本币升值或贬值时，作为组对的第三国货币也随之升值或贬值。可见，组对法的实现条件是：作为组对的两种货币，常常是由一些机构采取盯住政策而绑在一起的货币。例如，某公司有一笔 2 个月内的美元收入，它以港元来组对，创造一笔有港元流出的业务。由于港元与美元维持联系汇率，两种货币同幅度升降，以港元组对，是减缓美元汇率波动的一种方法。

组对法较平衡法灵活性大，易于采用；但却不能消除全部风险，而只能减缓货币风险的潜在影响。借助于组对法，有可能以组对货币(第三种外币)的得利来抵消某种具有风险外币的损失；但是，如果选用组对货币不当，也会产生两种货币都发生价值波动的双重风险。

4.3.3 货币保值法

1. 黄金保值条款

黄金保值条款即是贸易合同中，规定黄金为保值货币，签订合同时，按当时计价结算货币的含金量，将货款折算成一定数量的黄金，到货款结算时，再按此时的含金量，将黄金折回成计价结算货币进行结算。

例如，某笔货款为 100 万美元，合同签订时 1 美元的含金量为 1 克纯金，则 100 万美元折算成黄金为 100 万克纯金，到货款结算时 1 美元的含金量为 0.95 克纯金，则 100 万克纯金折算成美元为 105.26 万美元，故进口商应支付货款 105.26 万美元，即由于美元贬值，进口商在结算时所支付的 105.26 万美元只相当于合同签订时的 100 万美元。黄金保值条款通行于固定汇率时期，现今由于黄金非货币化，以及黄金价格的不稳定，此法已不再采用。

2. 外汇保值条款

外汇保值条款虽然都以硬币保值，以软币支付，但有3种类型，可根据业务具体情况，选择一种使用。这3种类型如下。

(1) 计价用硬币，支付用软币，支付时按计价货币与支付货币的现行牌价进行支付，以保证收入不致减少。

(2) 计价与支付都用软币，但签订合同时明确该货币与另一硬币的比价。如支付时这一比价发生变化，则原货价按这一比价的变动幅度进行调整。

(3) 确定一个软币与硬币的“商定汇率”，如支付时软币与硬币的比价超过“商定汇率”一定幅度时，才对原货价进行调整。这种类型是前两种类型的灵活运用，适于交往有素的客户之间，以推进与发展双方长期往来的经济合作关系。

例如，某笔货款为1 000万日元，以日元支付，以美元保值，并规定若美元与日元的汇率上下波动达到5%，则要相应调整货款。若合同签订时美元兑日元的汇率为USD1＝JPY100，货款支付日的汇率为USD1＝JPY110，美元升值10%，超过5%，则货款应调整为1 100万日元，若货款支付日的汇率仅为USD1＝JPY103，美元之升值3%，没有达到5%，则货款不作调整，仍为1 000万日元。

3. 一篮子货币保值条款

一篮子货币保值条款，即是选择多种货币对合同货币保值。具体做法：在签订合同时，确定所选择的多种货币与计价货币之间的汇率，并规定每种所选货币的权数，如果汇率发生变动，则在结算或清偿时，根据当时汇率变动的幅度和每种所选货币的权数，对收付的计价货币金额作相应调整。在实际操作中，通常选用特别提款权等一篮子货币作为保值货币。

4.3.4 外汇交易法

1. 即期外汇交易法

所谓即期外汇交易法就是具有外汇债权或债务的公司与外汇银行签订出卖或购买外汇的即期合同来消除外汇风险。

例如，美国A公司在两天内要支付一笔金额为100 000欧元的货款给德国出口商，该公司可直接与其银行(如美洲银行)签订以美元购买100 000欧元的即期外汇买卖合同。两天后，美洲银行交割给A公司的这笔欧元则可用来支付给对方，如图4-10所示。

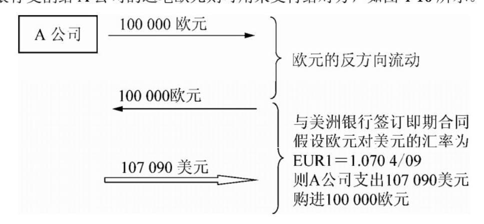


图4-1 即期外汇交易法示意

由于A公司以美元购进了100 000欧元，便实现了资金的反方向流动，消除了两天内美元对欧元汇率可能波动的风险。如A公司两个月后有一笔外币债务则它就不能单纯地以即期交易来消除其外汇风险。它可同美洲银行先签订一份即期合同，待银行办理交割后，A公司再以其所得的欧元进行两个月的投资，赚取利息。两个月到期，A公司收回其投资后，再用以偿还其债务。在有远期负债的情况下，单以即期交易不能消除外汇风险，只有同时再利用借贷市场进行投资活动，才能达到消除风险的目的。要注意的是利用即期外汇交易法消除外汇风险，支付货款的日期和外汇买卖的交割期必须在同一时间点上。

2. 远期外汇交易法

远期外汇交易法就是具有外汇债权或债务的公司与银行签订出卖或购买远期外汇的合同以消除外汇风险。

具有债权或债务的公司与银行所达成的远期外汇交易本身同样具备外汇风险所包含的时间、本币、外币诸因素。利用远期外汇交易法，通过签订合同把时间结构从将来转移到现在，并在规定的时间内实现本币与外币的冲销，所以这种方法能够全部消除外汇风险，即时间风险与价值风险。

3. 掉期交易法

在签订买进或卖出即期外汇合同的同时，再签订卖出或买进远期外汇合同，同样是消除时间风险与价值风险的一种方法。

例如，我国某公司现筹得资金100万美元，在美国订购价值100万美元的机械设备，3个月后支付货款。当时国际金融市场汇价为USD1＝JPY153，而3个月日元远期为USD1＝JPY150。

为获取汇率差价的利益，又保证将来按时支付美元货款，防止汇价风险，该公司按1∶153的比价与银行签订以100万美元购买1.53亿日元的即期外汇合同；与此同时，还按日元对美元3个月远期1∶150比价，出卖1.5亿日元，购回100万美元的远期合同。掉期合同的签订保证美元付款义务的按期完成不致遭到汇价损失，同时又能盈利300万日元和300万日元的3个月利息。

4. 期货交易法

期货交易法和远期外汇交易法非常相似，即持有与现货市场头寸相反的期货市场头寸。不同的是由于期货交易合约是标准化的远期合约，其在交易单位、交割月份、交割方式等方面均实现了标准化，以便在固定的交易所买卖转让，所以保值目的期货合约实际交割的非常少，而是以对冲为主。出口商或债权人在期货市场上卖出外汇期货合约，做空头套期保值；进口商或债务人买进外汇期货合约，做多头套期保值。相对于远期交易而言，期货合约更适用于规避较小交易金额的外汇风险，对中小企业更为适用。

5. 期权交易法

期权交易由于期权费这笔沉淀的成本，相同情况下，期权交易防范外汇风险的效果要低于期货交易方式。但期权费的支出使期权的买方获得了决定是否执行交割的权利，期权交易的这种客户具有灵活、主动选择性的特点，使其对于存在不确定性未来现金流的进出口业务和投融资活动具有很好的保值作用。

4.3.5 借贷投资业务法

1. 借款法

借款法(borrowing)是有远期外汇收入的企业通过向银行借进一笔与其远期收入相同金额、相同期限、相同货币的贷款，达到融通资金、防止外汇风险和改变外汇风险时间结构的目的的一种方法。

例如，美国A公司半年后将从德国收回一笔100 000欧元的出口外汇收入。该公司为防止半年后欧元汇率下跌的风险，则利用借款法向银行举借相同数额(100 000欧元)、相同期限(半年)的欧元借款，并将这笔欧元作为现汇卖出，以补充其美元的流动资金。半年后再利用其从德国获得的欧元收入，偿还其从银行取得的贷款。半年后，即使欧元严重贬值，对A公司也无任何经济影响，从而避免了汇率风险。该公司的净利息支出，即为防止外汇风险所花费的成本。

采用借款法还可改变外汇风险的时间结构，缩短外汇风险存在的时间：将A公司长达半年之久的风险，缩短为该公司向德国出口后到从银行取得借款前这一短暂时间。时间结构的改变，减缓了风险的严重程度。

借款以后，随之换成本币，则也消除了外币对本币价值变化的风险，如只借款而不变卖成本币，则只消除了时间风险，而仍存在着外币对本币价值变化的风险。

2. 投资法

公司将一笔资金(一般为闲置资金)投放于某一市场，一定时期后连同利息(或利润)收回这笔资金的经济过程称为投资。资金投放的典型市场为短期货币市场，投资的对象为规定到期日的银行定期存款、存单、银行承兑票据以及国库券和商业票据等。对公司来说，投资意味着现时有一笔资金流出，而未来有一笔反方向的该笔资金外加利息的流进。在存在外汇风险的情况下，投资的作用和借款一样，主要是为改变外汇风险的时间结构。

例如，B公司在3个月后有一笔50 000美元的应付账款，该公司可将一笔同等金额的美元(期限为3个月)投放在货币市场上(暂不考虑利息因素)，以使未来的外汇风险转至现在。

投资法与借款法虽然相似，都能改变外汇风险的时间结构，但具体情况不同，投资法是将未来的支付转移到现在，借款法是将未来的收入转移到现在。

4.3.6 国际信贷法

国际信贷法是指在中长期国际收付中，企业利用国际信贷形式，一方面获得资金融通，另一方面转嫁或抵消外汇风险。主要有如下3种形式。

1. 出口信贷

出口信贷是国际贸易中最常见的资金融通方式，由出口方银行直接或间接地向进口商提供垫付贷款，以促进本国商品的出口，包括买方信贷和卖方信贷。

买方信贷是指出口商银行直接向进口商或进口商银行提供信贷，进口企业用这笔资金支付货款；卖方信贷是指出口商银行向出口商提供信贷，使出口商允许进口商延期支付货

款。买方信贷使出口商得到现金，卖方信贷则使出口商对银行的负债与出口商对进口商应收货款轧平，这样，利用出口信贷，出口商把外汇风险转嫁给银行或抵消了。

2. 外汇票据贴现

外汇票据贴现是指出口商在向进口商提供资金融通，而拥有远期外汇票据的情况下，可以拿远期外汇票据到银行要求贴现，提前获取外币，并将其出售，取得本币现款。这种方法既有利于加速出口商的资金周转，又能达到消除外汇风险的目的。“福费廷”(forfeiting)是一种中期的、利率固定、无追索权的出口贸易融资票据的贴现业务。在这一业务中，出口商开列以进口商为付款人的汇票，经一流的隐含担保和进口商承兑后，出售给出口地银行，取得扣除贴息和其他费用后的金额。由于“福费廷”对出票人无追索权，出口商在办理此业务后，就把外汇的风险和进口商拒付的风险转嫁给了银行或贴现公司。

3. 保付代理

保付代理简称保理，是指出口商以延期付款的形式出售商品，在货物装运后立即将发票、汇票、提单等相关票据卖断给保理机构，收进全部或一部分货款，从而取得资金融通。由于出口商提前拿到大部分货款，可减轻外汇风险。

4.3.7 选择结算方式法

“安全、及时”是对外贸易出口收汇应贯彻的一个原则。“安全”有两层含义，一是出口收汇不致遭受汇价波动的损失；二是外汇收入不致遭到拒付。“及时”与“安全”的关系密不可分，及时收汇则汇率变动的时间风险会大大减小，拒付的可能也受到限制。因此，要做到安全及时收汇，防止外汇收入不能收回的风险，还应根据业务实际，慎重考虑出口收汇的结算方式。

一般而言，即期信用证(L/C)结算方式最符合安全及时收汇的原则；远期信用证结算方式收汇安全有保证，但不及时，因此汇率发生波动的概率就高，从而削弱了收汇的安全性。至于托收结算方式，由于商业信用代替了银行信用，安全性大大减弱。承兑交单方式(D/A)安全、及时性最差，自不待言；就是远期付款交单方式(D/P)，在贸易对手国家出口商品行情下跌、外汇管制加强的情况下，进口商往往不按时付汇，收汇落空的风险也很大。所以，为达到安全、及时收汇的目的，要根据业务实际情况，在了解对方资信的情况下，慎重而灵活地选择适当的结算方式。如果出口商品库存积压，款式陈旧，国际市场价格疲软，在贸易对手资信可靠，该出口商品在对方国家尚有一定销路，并且对方国家付汇控制相对不严的情况下，也可接受托收方式。

4.3.8 提前/拖延收付法

提前收付或拖延收付法，即根据有关货币对其他货币汇率的变动情况，更改该货币收付日期的一种防止外汇风险的方法。

在提前支付货款的情况下，一般而言，具有债务的公司可以得到一笔一定金额的折扣(discount)。从这一意义上说，提前付出货款相当于投资，而提前收取货款类似于借款。根

据对汇率波动情况预测的结果，选择适当的时机提前结汇，可以减轻因汇率剧烈变化所受到的损失。

拖延收付是指公司推迟收取货款或推迟支付货款。尽管拖延收付与提前收付是反方向的行为，但它们所起的作用却是一样的，都是为了改变外汇风险的时间结构。

提前收付与拖延收付的折扣率通常由进出口双方协商而定。

4.3.9 调整价格法

调整价格法包括加价保值和压价保值两种。在国际贸易中“收硬付软”是一种理想的选择，但在实际当中往往受到交易意图、市场需求、商品质量等各种因素的影响而不能如愿。在某些场合出口不得不收取软币，而进口则被迫支付硬币。此时就要考虑采取调整价格法规避外汇风险，即出口加价和进口压价，以尽可能减少风险。

4.3.10 对销贸易法

对销贸易法是一种将进口和出口相互联系进行货物交换的贸易方法。对销贸易法的具体形式很多，其中能够较好地避免外汇风险的有易货贸易、清算协定贸易和转手贸易。

1. 易货贸易

易货贸易即贸易双方直接同步地进行等值货物交换。这种交易双方均无须收付货币，所以不存在外汇风险。

2. 清算协定贸易

清算协定贸易即双方约定在一定时期内，所有的经济往来都用一种货币计价，每笔交易金额先在指定银行的清算账户上记载，到规定的期限再清算贸易净差，这种贸易方式，交易额可以相互轧抵，因而不会产生外汇风险。

3. 转手贸易

转手贸易又称三角贸易，是一种特殊的贸易方式。

例如，甲乙两国有清算账户，甲国向乙国出口后，乙国没有合适的商品向甲国出口，于是甲国账户上出现盈余。与此同时，丙国欲向甲国出口而从乙国进口一批货物，而从乙国进口的恰是乙国想出口给甲国但甲国不愿意接受的。在这种情况下，甲国可以利用对乙国的账户盈余从丙国进口，而让丙国用甲国账户盈余从乙国进口。这样一笔转手贸易在三方协商下，按同一货币计量的单价确定交换的数量，所以不存在外汇风险。

综上所述，可以看出，一些防止外汇风险的方法是在风险已经存在后采取的；一些是在风险发生前采取的。此外，防止外汇风险的方法与技术有些只可消除时间风险，有些只可消除货币风险，有些则二者均可消除。只有即期合同法、远期合同法和平衡法、货币期货合同法、期权合同法、择期合同法、掉期合同法等能够独立地用于外汇保值；提前收付法、拖延收付法、借款法、投资法必须同即期外汇交易相结合才能全部消除外汇风险，达到外汇保值的目的。各种防止外汇风险方法的效果见表4-l。

表 4-1 防止外汇风险的方法比较

消除			减少风险的影响	避免风险环境
时间风险	时间风险与货币风险	货币风险		
提前收付法 拖延收付法 借款法 投资法	即期外汇交易法 远期外汇交易法 平衡法 货币期货交易法 期货交易法 期权交易法 掉期交易法	即期外汇交易法①	选好计价货币 多种货币组合法 组对法 调整价格法 保值法 即期 L/C 结算法 远期 L/C 结算法	对销贸易法 国际信贷法 本币计价法

① 对指超过两天的外币债权债务而言。

4.4 外汇风险管理的基本方法

上一节除运用外汇市场与货币市场有关业务外，还从贸易合同的签订、计价货币的选择、贸易策略的确定上来考虑减缓或消除货币风险。本节则集中阐述利用外汇、货币市场业务以消除外汇风险的方法。如前所述，有的方法，如远期外汇交易法，既可消除时间风险，又可消除货币风险；而有些方法，如提前收付法，则必须与其他方法相互配合，综合利用，才能消除全部风险，这种综合利用的防险方法有借款-即期合同-投资法(borrow-spot-invest，BSI)和提前收付-即期合同-投资法(lead-spot-invest，LSI)。远期外汇交易法、BSI 法与 LSI 法一般称为外汇风险管理的 3 种基本方法。现将这 3 种基本方法在应收外汇账款与应付外汇账款中的具体运用及其消除时间风险与货币风险的机制过程分析如下。

4.3.1 3 种基本防止外汇风险方法在应收外汇账款中的具体运用

1. 远期外汇交易法

借助于远期外汇交易，创造与外币流入相对应的外币流出就可消除外汇风险。

例如，美国 A 公司出口一批商品，3 个月后从德国某公司获得 50 000 欧元的货款。为防止 3 个月后欧元汇价的波动风险，A 公司可与该国外汇银行签订出卖 50 000 欧元的 3 个月远期合同。假定签订远期合同时欧元对美元的远期汇率为 EUR1＝USD1.070 4/09，3 个月后，A 公司履行远期合同，与银行进行交割，将收进的 50 000 欧元售予外汇银行，获得本币 53 520 美元。远期外汇交易法防止外汇风险的机制过程如图 4-1 所示。

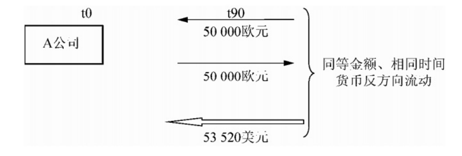


图 4-11 远期交易法消除应收外汇账款外汇风险

图 4-11 显示，在办汇日(spot date)签订出售远期外汇合同，其金额与将要收进外汇的金额相同、时间相同，构成一反方向资金流动，远期合同到期，本币流入，从而消除了时间风险和货币风险。

2. BSI 法

—即期合同—投资法，即 BSI 法也可以完全消除外汇风险。在有应收外汇账款的情况下，为防止应收外币的汇价波动，首先借入与应收外汇相同数额的外币，将外汇风险的时间结构转变到现在办汇日。借款后时间风险消除，但货币风险仍然存在，此风险则可通过即期合同法予以消除。即将借入的外币，卖予银行换回本币，外币与本币价值波动风险不复存在，消除风险虽有一定费用支出，但可将借外币后通过即期合同法卖得的本币存入银行或进行投资，以其赚得的投资收入抵冲一部分采取防险措施的费用支出。

例如，美国 A 公司在 90 天后有一笔 50 000 欧元的应收账款。为防止欧元对美元汇价波动的风险，A 公司可向美洲银行借入相同金额(50 000 欧元)的欧元(暂不考虑利息因素)，借款期限也为 90 天，从而改变外汇风险的时间结构。A 公司借得这笔贷款后，立即与某一银行签订即期外汇合同，按照汇率 EUR1＝USD0.978 6，将该 50 000 欧元的贷款卖为美元，共得 48 930 美元。随之 A 公司又将 48 930 美元投放于美国货币市场(也暂不考虑利息因素)，投资期也为 90 天。90 天后，A 公司以 50 000 欧元应收账款还给美洲银行，便可消除这笔应收账款的外汇风险，如图 4-12 所示。

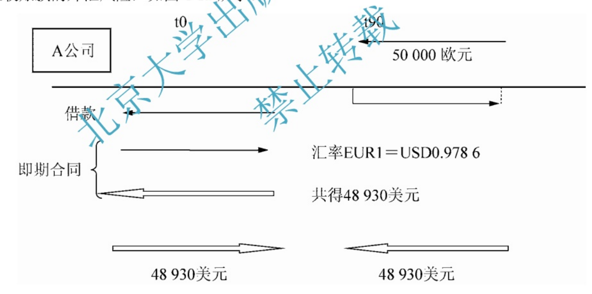


图 4-3 BSI 法消除应收外汇账款外汇风险

图 4-12 显示，在 t0，也即采取防止风险方法的当天(或叫办汇日)，通过借款、即期合同、投资 3 种方法的综合运用，外币与本币的流出与流入都相互抵消了，90 天后(t90)国外进口商付给 A 公司的外汇账款，A 公司正好用以偿还其从银行的借款；剩下一笔本币的流入，外汇风险全部抵消。

3. LSI 法

LSI 法是具有应收外汇账款的公司，征得债务方的同意，请其提前支付货款，并给其一定折扣。应收外币账款收讫后，时间风险消除。以后再通过即期合同，换成本币从而消

除货币风险。为取得一定的利益，将换回的本币再进行投资。LSI 法与 BSI 法的全过程基本相似，只不过将第一步从银行借款对其支付利息，改变为请债务方提前支付，给其一定折扣而已。

例如，美国的 A 公司在 90 天后从德国公司有一笔 50 000 欧元的应收货款，为防止汇价波动，A 公司征得德国公司的同意，在给其一定折扣的情况下，要求其在 2 天内付清这笔货款(暂不考虑折扣具体数额)。A 公司取得这笔 50 000 欧元货款后，立即通过即期合同换成本币美元，并投资于美国货币市场。由于提前收款，消除了时间风险；由于换成本币，又消除了货币风险。该过程如图 4-13 所示。

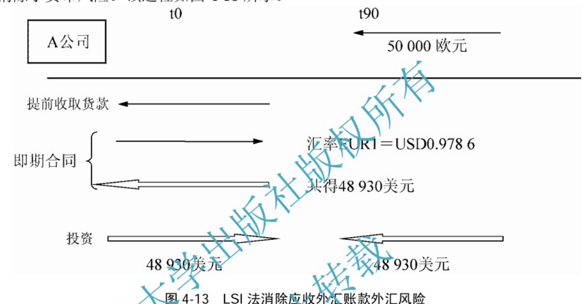


图 4-13　LSI 法消除应收外汇账款外汇风险

图 4-13 显示，在办汇日，也即 t0 有一笔提早支付的外币流入，将该外币通过即期合同卖成本比，以本币进行投资，在办汇日的当天，外币及本币流出入均被抵消。在将来，即 t90 时，不再有真正的外币流动，仅有一笔回收投资的本币收入。

综上分析，可以看出，在应收外币账款业务中所采取的 3 种防止外汇风险的基本方法—远期合同法、BSI 法和 LSI 法的机制极为相似，均能消除应收外币账款的时间风险和货币风险。

5.3.2　3 种基本防止外汇风险方法在应付外汇账款中的具体运用

在具有应付外汇账款的情况下，债务人同样可以运用远期外汇交易法、BSI 法、LSI 法来消除外汇风险，其消除时间风险与货币风险的机制与在应收外汇账款中大同小异。

1. 远期外汇交易法

美国 A 公司从德国进口 100 000 欧元的电机产品，支付条件为 90 天远期信用证。A 公司为防止 90 天后欧元汇价上涨，遭受损失，它与美国某银行签订购买 90 天远期 100 000 欧元的外汇合同，3 个月远期汇率为 EUR1＝1.070 4/09。当 3 个月欧元远期合同到期交割时，A 公司付出 107 090 美元买进 100 000 欧元，向德国公司支付。其机制过程如图 4-14 所示。

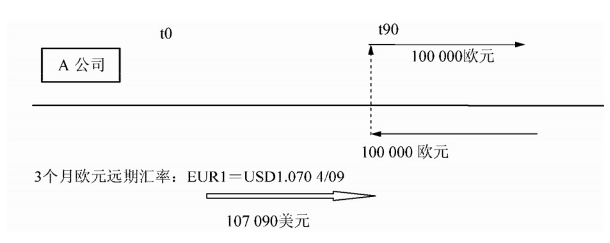


图 4-14　远期交易法消除应付账款外汇风险

图 4-14 显示，由于 90 天后付出欧元，有一笔欧元流出，通过远期合同的签订 90 天后有一笔欧元流入，从而抵消了外汇风险。

2. BSI 法

如果上例美国 A 公司不使用远期交易法法，而使用 BSI 法也可消除应付欧元账款所存在的外汇风险。其程序是首先从美国的银行借入一笔本币，即美元，借款期限为 90 天；然后与该行或其他银行签订一即期外汇购买合同，以借入的本币美元购买 100 000 欧元；接着再将刚买入的欧元投放于欧洲货币市场或美国货币市场(或存款，或购买短期债券……)，投放的期限也为 90 天(暂不考虑利息因素)。当 90 天后，A 公司的应付欧元账款到期时，恰好其欧元的投资期限届满，以其收回的欧元，偿付其对德国公司的 10 万欧元的债务。由于通过 BSI 实现了应付欧元的反方向流动，所以消除了应付欧元账款的风险。需要指出的是如果美国 A 公司在办汇日借款时，外汇市场即期汇率牌价为 EUR1＝USD1.030 5/10，则 A 公司应贷进 103 100 美元以购进 100 000 欧元。其消除风险的机制过程如图 4-15 所示。

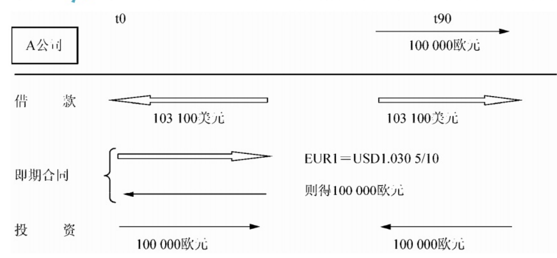


图 4-15　BSI 法消除应付外汇账款外汇风险

通过图 4-15 可以看出，运用 BSI 法消除应付外汇账款外汇风险所借入的是本币，而不是外币(在消除应收账款外汇风险中则借入外币)；进行投资所用的货币是外币，而不是本币(在消除应收账款外汇风险中投资的货币是本币)。同时还可以看出通过 BSI 法使货币的

流出入完全抵消，消除了全部外汇风险；最后只剩下一笔本币的支出，即以美元向贷款银行偿还贷款。在采取 BSI 法防止应付账款风险时，如 A 公司流动资金充裕，不一定非先从银行借款不可，它可利用本身的流动资金、公积金，也可出卖本企业保存的国库券等来购买外汇。这样可能比从银行借款的成本低，企业利用自有流动资产购买外汇的成本，即该流动资产所带给它的利息收入。

运用 BSI 法消除应付外币账款外汇风险所借入的是本币，而不是外币(在消除应收账款外汇风险中则借入外币)；进行投资所用的货币是外币，而不是本币(在消除应收账款外汇风险中投资的货币是本币)。同时还可看出通过 BSI 法使货币的流出入完全抵消，消除了全部外汇风险；最后只剩下一笔本币的支出，即以美元向贷款银行偿还借款。在采取 BSI 法防止应付账款风险时，如 A 公司流动资金充裕，不一定非先从银行借款不可，它可利用本身的流动资金、公积金，也可出卖本企业保存的国库券等来购买外汇。这样可能比从银行借款的成本低，企业利用自有流动资产购买外汇的成本，即该流动资产所带给它的利息收入。

3. LSI 法

上述运用远期合同法消除应付外汇账款的美国 A 公司也可利用 LSI 法消除外汇风险。利用 LSI 法的程序是先借进一笔金额为 103 100 美元的本币贷款；其次通过与美国银行签订即期合同，以借款 103 100 美元购买 100 000 欧元；最后，以买得的欧元提前支付德国公司(暂不考虑折扣的数额)。从本案例的程序看出美国 a 公司消除外汇风险的步骤是先借款(borrow)，再与银行签订即期合同(spot)，最后再提前支付(lead)，这个程序应简化为 borrow-spot-lead，但国际传统习惯均不叫 bsl，而叫 lsi。lsi 法消除应付外汇账款外汇风险的机制过程如图 4-16 所示。

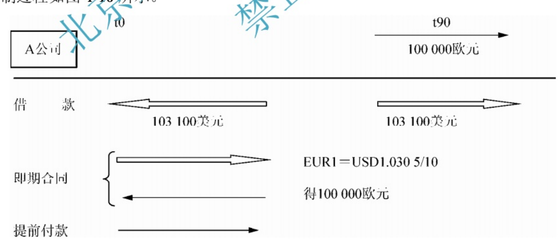
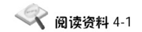


图 4-16 LSI 法消除应付外汇账款外汇风险

图 4-16 显示，经过借本币，以本币换外币，再以外币提前偿付，全部风险消除，将来只有一笔本币流出，借款到期时用本币偿还借款。同时看出，BSI 与 LSI 在消除应付账款的外汇风险时的机制作用是相同的。只不过 BSI 最后一步是投资，获得利息，LSI 最后一步是提前付款，从债权人处获得一定的折扣。


阅读资料 4-1

用风险价值方法评估外汇风险

风险价值是一种衡量风险的方法，它使用标准的统计学技巧，衡量在某一特定的时间段里，正常的市场条件下、特定的置信水平上，一个涉外经济主体可能蒙受的最大损失。例如，假设跨国公司在未来的一年时间内，在99%的置信水平上的风险价值是5 000万美元。这意味着在这一年时间内，在正常的市场条件下，汇率变动100次中将有1次，该企业会蒙受超过5 000万美元的损失。风险价值不仅表示了该企业对市场风险的暴露程度，也指出了发生这一损失的可能性，即概率。如果企业的管理层或股东对这一风险度感到不满意，他们可以运用风险价值的计算方法，确定另外一个合适的风险程度。

1. 风险价值的作用

1) 信息报告

风险价值可以被用来向管理层和股东大会揭示源自投资和市场交易活动的金融风险。它非常符合信息透明和风险揭示的原则。

2) 资源配置

对不同的业务种类，风险价值表示不同的风险分配情况，因此它可以被涉外经济主体用来设定各类交易的操作限额，也可以用来决定如何分配有限的资金。通过这种操作，涉外经济主体可以更合理地分配业务风险的承受方向和程度。

3) 业绩评估

涉外经济主体既然可以根据风险价值的数据来决定风险分配格局，那么它也可以利用这些数字来评估合理的收益状况。这种工具对于交易性业务特别重要，尤其是当涉外经济主体对额外的风险和收益都保持中性立场时。

由于风险价值的上述功能在企业的经营管理中得到了越来越明显的有效的体现，它基本为那些担心衍生产品会带来巨大风险的机构所接受。无论是金融机构、非金融机构、资产管理人或金融监管当局，都已经认识到了风险价值这一工具的重要性。使用这种工具的机构，由于掌握了风险的存在方向和程度，而主动建立起一个独立的监管部门，对交易前台和后台的业务操作进行风险控制。但是，从另外一个比较沉重的角度来说，所有这些做法恐怕都类似于巴林银行和大和银行所遭受的金融灾难的畏惧。

2. 计算风险价值的步骤

风险价值的计算，需要按照下述5个步骤进行。

1) 确定涉外经济主体持有外汇风险头寸

不同的经济主体的风险头寸规模、形成渠道各不相同，在确定外汇风险头寸时必然有不同的信息渠道。但是无论如何，应该对这些外币头寸建立起一个完整的数据库，其中包括交易头寸、资产或负债头寸、外币价格、资产或负债存续期、价格的敏感度分析指标等。

2) 确定影响风险头寸价值的市场风险因素

市场风险因素的选取是非常烦琐的工作，不仅如此，在建立风险价值模型的过程中，确定将多少市场风险因素纳入分析范围也是一项非常棘手的工作。纳入的因素越多，分析的结构就越准确，但同时所要求的数据就越多，系统也就越复杂。当然，没有哪一组风险因素是完整的，总会出现一些概算错误。市场风险因素是否足够，需要视不同的情况而定。为了获得更加准确的结果，风险价值模型需要纳入尽可能多的市场风险因素，而且这些因素需要在市场环境发生变化时不断更新。

3) 确定市场风险因素的背景并分派发生概率

在为市场风险因素建立概率分布模型时需要考虑很多问题。例如，某一个变量的历史波动性。它与其他变量之间的相关性，以及它的分布曲线的形状等。如果我国某商业银行拥有1 000万美元的 10年期美国国债，如何确定美国国债的市场风险因素并对其分派概率呢？

首先，需要使用历史数据吗？是否需要使用国债的真实收益率？大多数的债券交易并不在交易所里进行，应该使用谁的价格？是使用历史收益率还是使用收益率的变化值？是否需要考虑在资本市场上经常出现的融资成本低于正常水平的情况？在将旧债券延期成新债券时，是否需要考虑其存续期的变化？

其次，还需要考虑时间变化引起的国债收益率的形状可能发生的变化。这一点在 2000 年国债收益率曲线发生长期的倒挂现象中得到了充分的证实。在价格波动性较低时，是否需要考虑这一情况呢？应该考察历史波动性，还是应该考察最近的经济数字带来的未来波动性呢？

上面这些问题一般都具有多个可以接受的答案。所以，对不同的风险管理方案来说，没有哪个答案是完全正确的。在这个日新月异的市场里，没有一套简单的规则可以遵守，只有不断地对已有的外汇风险管理系统进行持续不断的监控和更新，才能建立起既符合实际风险情况，又可以令管理层和股东大会满意的风险价值模型。

4) 建立所有风险头寸的定价函数

建立所有风险头寸的定价函数并以此作为市场风险因素的价值函数，现实中可以采取一系列不同的方法，对大多数有价证券而言，对其进行市值评估的过程就是建立一个相对简单的市场风险因素的价值函数。在其他更加复杂的产品如衍生产品中，可以使用衍生产品定价模型，将风险因素的价值输入到模型中去，从而得出其价值函数。

5) 建立分布模型

使用上述定价函数为所有头寸定价来建立风险结果的分布模型。风险价值就是这条曲线上的一个点。概率分布在第三步完成后，使用第四步中的市值评估方法，就可以得到投资组合价值变化的数值和发生概率。多次重复这一步骤，就可以得出整个风险价值分布曲线。

风险价值工具是现代风险管理艺术中的一个核心内容，但它同样也有缺陷：某些极端的会导致巨额亏损的时间，可能不会在模型的数据库中出现，但是它的确有可能出现。在这种情况下，需要将前面所述的极限测试和情景分析两种工具与风险价值结合起来，才能全面、真实地认知开放经济中个涉外经济主体所面临的外汇风险状况。

(资料来源：徐永红. 外汇风险管理[M]. 北京：中国人民大学出版社，2004.)

本 章 小 结

外汇风险又称汇率风险，是指由于汇率波动而使以外币计值的资产、负债、盈利或预期未来现金流量的本币价值发生变动从而给外汇交易主体带来的不确定性。

广义的外汇风险是指既有损失可能性又有盈利可能性的风险。狭义的外汇风险仅指汇率变动给经济主体带来损失可能性的风险。

按照外汇风险发生的时间阶段不同，将经济主体所面临的风险分为三大类：折算风险、交易风险和经济风险。

折算风险又称会计风险，它是指涉外经济主体在进行会计处理和对以外币计价的债权和债务进行财务决算时，对于必须转换成为本币的但是以各种外币计价的项目进行评价时产生的风险。

交易风险指由于以外币计值的未来应收款、应付款在以本币进行结算时，其成本或收益因汇率波动而导致损失的可能性。

经济风险又称经营风险，是指意料之外的汇率变动通过影响企业生产销售数量、价格和成本，而引起企业未来一定期间内收益或现金流量发生变化的一种潜在风险。

外汇风险一般包括三个要素：本币、外币和时间。

外汇风险管理的一般方法包括货币选择法、配对法、货币保值法、外汇交易法、借贷投资业务法、国际信贷法、选择结算方式法、提前/拖延收付法、调整价格法、对销贸易法等。

外汇风险管理的三种基本方法为：远期外汇交易法、BSI 法与 LSI 法。

练　习　题

一、选择题

1．出口收汇的计价货币要尽量选择(　　)。

A．软币　　B．硬币　　C．黄金　　D．一篮子货币

2．在延期付款的大型设备交易中，采用“福费廷”融资，风险的最后承担者是(　　)。

A．出口商　　B．进口商　　C．担保公司　　D．出口地银行

3．LSI法中的L是指(　　)。

A．提前收付　　B．借款　　C．即期合同　　D．投资

4．外汇风险又称(　　)

A．经济风险　　B．时间风险　　C．汇率风险　　D．外汇暴露

5．BSI消除外汇风险的原理是(　　)

A．在有应收外汇账款的情况下，借入本币

B．在有应收外汇账款的情况下，借入外币

C．在有应付外汇账款的情况下，借入外币

D．在有应付外汇账款的情况下，借入本币

二、填空题

1．外汇风险的3个构成要素是(　　)、(　　)和(　　)。

2．按风险发生的时间，可将外汇风险划分为(　　)、(　　)和(　　)。

3．在同一时期内，创造一个与风险资金(　　)、(　　)相同期限的反向资金流动，是平衡法。

4．出口商(收外币)如果预计外币将升值，按照提前拖延收付法，应该(　　)；如果预期外汇将贬值，则应(　　)。

5．BSI法中B指的是(　　)，S指的是(　　)，I指的是(　　)。

三、判断题

1．只要企业在进出口贸易中不使用外币，就不存在外汇风险。(　　)

2．折算风险是指由于利率变化而出现账面损失的可能。(　　)

3．远期外汇交易法能够消除全部外汇风险。(　　)

4．外汇风险是指经济实体或个人的以外币计价的资产和负债因汇率变动而蒙受的意外损失。(　　)

5．投资法与借款法都能改变外汇风险的时间结构，但具体情况不同，投资法是将未来的支付转移到现在，借款法是将未来的收入转移到现在。(　　)

四、思考题

1．何谓外汇风险？按经营活动的时间顺序，外汇风险划分为哪几种？

2．试比较平衡法与组对法。

3．企业在什么情况下采取提前或拖延收付法避免外汇风险？

4．试分析BSI法是怎样消除应收账款和应付账款的外汇风险的。

5．试分析LSI法是怎样消除应收账款和应付账款的外汇风险的。

五、案例分析

中国企业积极应对外汇风险

2010年6月19日，中国人民银行在官方网站发布公告：“根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。年7月20日人民

币对美元汇率中间价报6.781 2，较6月19日央行重申汇改前一个交易日小幅升值约0.77%。

对于温州的外贸企业来说，关注汇率数字成了他们每日的必修课。温州哈顺制衣有限公司董事长孙天珏最近比较苦恼，3个月前西班牙的订单近期出货，订单是按照当时的汇率报价，悄声无息地就“蒸发”了不少利润。

“5年来，尤其是2008年金融危机以来，我们学会了不少办法应对风险。”宁波维科集团副总裁马东辉说，这家主营纺织品的外贸公司情况并不那么糟糕。公司提前做了一些准备，如采取提前结汇、锁定汇率的办法来锁定利润和弥补汇率风险。温州迷西仕服饰有限公司董事长余强春表示，从2010年1月开始公司就运用远期结汇方式来锁定风险，他们曾做一单6个月的美元远期结汇业务，锁定的汇率比结汇的即期汇率高出几百个点，因此挽回了不少损失。

“对于数量较大的订单，我们还是选择提高价格。”温州成功集团有限公司总经理张伟称公司要根据订单的重要性来选择是否提价。提高出口价格来规避风险的方法，更适用于竞争力较强、议价空间大的企业。浙江奥康鞋业股份有限公司国际贸易部李海军表示，在与外商谈价的过程中，一开始便将汇率风险写入合作协议。即使人民币升值，客商也能够接受企业在保证原有利润基础上重新报价。

温州国际贸易集团有限公司从2010年开始就有意识地增加了进口业务，公司董事长胡忠明表示：“从欧美国家进口塑料等原材料便宜了，我们采用扩大进口量来降低一定的成本。”主营特种纸制造的浙江省遂昌县凯恩集团有限公司常务副总裁顾飞鹰则表示，凯恩集团兼营进出口业务，如在制造特种纸时大量进口国外原木浆，人民币升值实际上对企业是有好处的。

人民币结算成新手段。自2010年6月22日，浙江省正式称为跨境贸易人民币结算新增试点区，6月下旬，温州祥顺皮件有限公司通过温州中行向其香港客户支付进口预付货款68万人民币。

温州成功集团有限公司近日正计划在南美地区建立销售网点，公司总经理张伟表示，意大利销售网点直接用美元交易，少了汇兑的环节，成功规避了汇率风险。

(资料来源：孙睦优，黄娟. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2012.)

问题：

结合案例，根据所学知识总结中国企业应对外汇风险的方法。

第 5 章　外汇管制与我国的外汇管理

教学目标

通过本章学习，掌握外汇管制的概念，熟悉外汇管制的演变、外汇管制的作用、外汇管制的主要内容以及外汇管制与货币自由兑换的关系。掌握经常项下可兑换的标准和内容。掌握我国外汇管理体制的历史沿革。掌握我国外汇管理的主要政策与内容。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
外汇管制概述	掌握外汇管制的概念、演变、对象及作用	(1) 外汇管制的概念 (2) 外汇管制的产生和演变 (3) 外汇管制的目的 (4) 外汇管制的机构和对象 (5) 外汇管制的作用和弊端 (6) 外汇管制的主要内容与措施
货币可兑换	了解货币可兑换的含义、经常项目下可兑换的标准和内容	(1) 货币可兑换的含义 (2) 经常项目下可兑换 (3) 货币自由兑换的利弊
我国外汇管理体制的历史沿革	重点掌握各时期外汇管理体制改革的内容	(1) 新中国成立初期到私营工商业社会主义改造完成阶段(1949—1956 年) (2) 私营工商业社会主义改造完成到十一届三中全会阶段(1956—1979 年 3 月) (3) 计划管理向市场调节转轨的外汇管理体制阶段(1979 年 3 月—1993 年 12 月) (4) 与社会主义市场经济相适应的外汇管理新体制阶段(1994 年 1 月—2000 年) (5) 外汇管理体制改革的深化阶段(2001 年以来)
我国 2008 年的外汇管理条例	了解经常项目外汇管理和资本项目外汇管理的内容	(1) 经常项目的外汇管理 (2) 资本项目的外汇管理
我国对外经贸企业的外汇管理	掌握出口结汇、进口付汇管理和逃套汇管理	(1) 出口结汇管理 (2) 进口付汇管理 (3) 服务贸易的对外支付 (4) 逃、套、骗汇均属违法行为



导入案例

2006年12月19日，泰国金融市场发生一次大“海啸”。泰国股市在一天之内下跌15%，市值蒸发了229亿美元，约8 200亿泰铢；而第二个交易日泰股又大涨超过10%；泰铢汇率在一周内也波动巨大。

事情的起因是遭受外国短期游资(投机资本)的冲击，2006年以来，泰铢升值累积已达16%，从年初41泰铢兑换1美元，到12月18日早盘升至35泰铢兑换1美元，刷新9年来的最高价位。在刚刚过去的3个星期内，泰国央行发现，有1 000亿泰铢游资流入，而2006年前10个月流入的游资总数也只有130亿泰铢。这是一个危险的信号，央行担心在外国游资炒作下，泰铢将再一次先升后跌，再现1997年金融危机的一幕。

因此，12月18日，泰国央行重拳出击，严打境外游资，宣布自12月19日起，海外投资人用外币兑换泰铢后，只能拿其中的70%来投资泰国金融市场，其余的30%将被泰国银行扣留，存满一年以后才能取回。

此举一出，立竿见影，泰铢应声回贬至35.97泰铢兑换1美元。

这是泰国1997年金融风暴以来最严厉的资金管制措施，但意想不到的负面结果也出现了。12月19日，泰国股市重挫14.84%，创下31年来的最大单日跌幅，泰股总市值1天内蒸发约8 200亿泰铢。这种情况迅速蔓延至整个东南亚市场，新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾股市纷纷遭受重挫。

但与1997年不同，这次的风暴很快得到控制。2006年12月19日晚间，泰国政府宣布修正短期外资管制措施细节，从2006年12月20日起，用于直接投资和流入股市的海外资金，不需要扣留30%。2006年12月20日，泰国股市开盘即回升10%。东南亚其他股市也随之反弹。

(资料来源：张米良，郭强. 国际金融[M]. 哈尔滨：哈尔滨工业大学出版社，2010.)



基本概念

外汇管制　外汇限制　货币可兑换　结售汇制　调剂外汇市场　外汇留成制度　QFII　QDII　逃汇　套汇

5.1 外汇管制概述

5.1.1 外汇管制的概念

外汇管制(exchange control)也称外汇管理，是指一个国家或地区通过法律、法令、条例等形式对外汇资金的收入和支出、汇入和汇出、本币和外币的兑换方式及兑换比例进行干预和控制。

外汇管制(exchange control)的概念有广义和狭义之分。广义的外汇管制是一国政府对居民和非居民的外汇获取、持有和使用及在国际支付或转移中使用本币或外币所采取的管制措施与政策规定。狭义的外汇管制称为外汇限制(exchange restriction)，它是指一国政府对居民和非居民在国际收支经常项目下的外汇支付采取按各种形式或手段加以限制、阻碍或推迟。可见外汇管制涉及的范围比外汇限制的范围广泛，外汇限制只涉及到经常项目下外汇支付专一的管理规定。

外汇管制的手段是多种多样的，大体上可分为价格管制和数量管制两种类型。前者指对本币汇率做出各种限制，后者指对外汇配给控制和外汇结汇控制。

5.1.2 外汇管制的产生和演变

外汇管制的产生和发展同各个历史时期国际政治经济发展、国际贸易格局的变化及国际货币制度的演变密切相关。

1. 两次世界大战期间的外汇管制

外汇管制是从一战期间开始的。一战之前，资本主义国家广泛实行自由贸易，世界各国普遍实行金本位的货币制度，在这一制度下，各国的货币都可以自由兑换为黄金，黄金可以自由地输出入，自由铸造，国际间的交易多用黄金结算，使汇率和国际收支可以通过自动调节机制实现均衡，不需要以行政或法律手段进行人为调节，汇率比较稳定，外汇买卖数量不受限制，基本上不存在外汇管制。

一战爆发后，参战国发生了巨额的国际收支逆差，本国货币大幅贬值，资金大量外流。为了筹措资金防止资金外流，各国都禁止黄金输出，取消外汇自由买卖，开始实行外汇管制，外汇管制由此而生。

一战结束后，国际经济关系逐步恢复正常，世界经济和政治处于相对稳定时期，为了扩大对外贸易，从 1923 年起，各国先后实行了金块本位制度和金汇兑本位制度，并相继取消了外汇管制。1929—1933 年，世界发生了空前严重的经济危机，紧接着发生了严重的货币信贷危机，几乎所有西方国家都陷入了国际收支危机的深渊，各国纷纷放弃自由贸易政策，采取贸易保护措施，各国又相继实行了外汇管制。

二战期间，世界各国普遍实行外汇管制，以限制资金外流，保证本国支付需要，集中外汇资金支持战争。一直坚持货币自由兑换的英国、法国，为了补充外汇资金，应付巨额的战争支出，也被迫实行外汇管制。据统计，1940 年，世界 100 多个资本主义国家和地区中，只有美国、依附美国的美洲国家和瑞士未正式实行外汇管制，其余都实行了严格的外汇管制。

2. 二战后的外汇管制

二战结束后，国际经济极度不平衡，英国、法国、德国、日本、意大利等过受到战争的破坏最严重，经济困难，通货膨胀严重，国际收支大量逆差，黄金、外汇储备枯竭。为此，这些国家进一步强化了外汇管制。只有美国通过战争获得了巨大的经济利益，集中了世界绝大部分黄金存量，而没有实行外汇管制。

20 世纪 60 年代以来，日本及欧洲各主要工业化国家的经济实力有所增强，外汇储备逐渐增加，足以与美国抗衡时，这些国家才陆续放宽外汇管制，实行货币自由兑换。

20 世纪 70 年代以后，西方国家先后从有限的货币自由兑换到进一步解除外汇管制实行货币全面自由兑换。到目前为止，西方工业发达国家已基本上实现了货币的自由兑换，外汇管制已经取消。同时，亚太地区一些新兴工业国如韩国、菲律宾及中东一些富裕的石油输出国等，也逐步放宽乃至取消了大部分外汇管制。但绝大多数外汇资金还不宽裕的发展中国家仍然实行宽严不一的外汇管制。

综上所述可知，一个国家实行外汇管制与否，采取什么管制措施，与该国当时所处的政治经济环境和条件有关。不论战争时期还是和平时期，也不论是经济危机时期还是经济状况较好时期，凡当一国利用一般经济手段，不能使其国际收支与汇率维持在符合本国利

益水平上时，该国就会实行外汇管制，以达到平衡国际收支的目的。但从世界经济的发展趋势看，国际间的经济交往与合作越来越密切，各国经济相互补充和相互依赖的程度会越来越大。因此，在不发生重大政治和经济危机及国际冲突的情况下，世界范围内的外汇管制将进一步放宽，这是外汇管制演变的发展趋势。

5.1.3 外汇管制的目的

由于各国的经济条件不同，实施外汇管制的目的也不同。即使同一个国家，在不同经济时期实行外汇管制的目的也会有所不同。但具体分析起来，下述几种目的基本上是一致的。

1. 动员、积累和统一分配外汇资金

资本主义国家在战争、政局动荡、经济危机时期；发展中国家在经济恢复、发展或转型时期，一般采取由政府统一管理外汇的措施，以便将有限的外汇资金集中由国家分配使用，防止资金外逃。

2. 奖出限入、改善国际收支

长期的国际收支逆差会给一国经济带来显著的消极影响，维持国际收支平衡是政府的基本目标之一。一般国家都通过各种措施鼓励本国商品和劳务的出口，限制外国商品和劳务的进口。目的是促进进口替代品的生产，增加外汇收入，减少外汇支出以改善国际收支状况，增强本国出口竞争能力。虽然政府可以用多种方法来调节国际收支，但对于发展中国家来说，其他调节措施可能意味着较大代价。

3. 稳定汇率、控制外汇行情

汇率频繁地大幅度波动所造成的外汇风险会严重阻碍一国对外贸易和国际借贷活动的进行。虽然拥有大量外汇储备或很强借款能力的国家可以通过自有储备或借入储备来稳定汇率。但对于缺乏外汇储备的国家来说，外汇管制显得尤为重要，通过外汇管制，抑制国际游资对本国经济的冲击，同时，政府还可以操纵汇率使其保持在对本国经济有利的水平上。

4. 增加本国的国际储备

任何国家都需要持有一定数量的国际储备资产。国际储备不足的国家可以通过多种途径来增加国际储备，但是其中多数措施需要长期实施才能取得明显成效。外汇管制有助于政府短期内实现增加外汇储备的目的。

5. 增强金融安全

金融安全指一国在金融国际化条件下具有抗拒内外金融风险和外部冲击的能力。开放程度越高，一国维护金融安全的责任和压力就越大。影响金融安全的因素包括国内不良贷款、金融体制改革和监管等内部因素，也涉及外债规模、国际同行业的竞争及国际游资的冲击等涉外因素。特别是发展中国家，由于经济发展水平较低，在金融全球化的大背景下，特别需要把外汇管制作为增强本国金融安全的手段。

5.1.4 外汇管制的机构、对象

1. 外汇管制机构

实行外汇管制的国家，为了有效实施外汇管制的方针、政策、法令、法规和各种措施，都需要指定一个政府机构来执行外汇管制职能，不过各国的国情不同，因而执行机构也不同。外汇管理机构的设立有 3 种类型：一是由政府授权中央银行作为执行外汇管制的机构，如英国的英格兰银行行使外汇管制权力；二是由政府设立专门的外汇管制机构，如法国、意大利及我国等都设立外汇管理局负责外汇管制工作；三是由政府行政管理部门直接负责外汇管制工作，如日本由大藏省行使外汇管理权力。

阅读资料 5-1

我国外汇管理局的主要职能

(1) 设计、推行符合国际惯例的国际收支统计体系，拟定并组织实施国际收支统计申报制度，负责国际收支统计数据的采集，编制国际收支平衡表。

(2) 分析研究外汇收支和国际收支状况，提出维护国际收支平衡的政策建议，研究人民币在资本项目下的可兑换政策。

(3) 拟定外汇市场的管理办法，监督管理外汇市场的运作秩序，培育和发展外汇市场；分析和预测外汇市场的供需形势，向中国人民银行提供制定汇率政策的建议和依据。

(4) 制定经常项目汇兑管理办法，依法监督经常项目的汇兑行为；规范境内外外汇账户管理。依法监督管理资本项目下的交易和外汇的汇入、汇出及兑付。

(5) 按规定经营管理国家外汇储备。

(6) 起草外汇行政管理规章，依法检查境内机构执行外汇管理法规的情况、处罚违法违规行为。

(7) 参与有关国际金融活动。

(8) 承办国务院和中国人民银行交办的其他事项。

(资料来源：张米良，郭强. 国际金融[M]. 哈尔滨：哈尔滨工业大学出版社，2010.)

2. 外汇管制的对象

外汇管制的对象包括对人、对物、对地区、对行业和对国别 5 种。

1) 对人的外汇管制

对人的外汇管制通常分为居民和非居民。对居民和非居民的外汇管制往往采取不同的政策和规定。多数国家对居民实行严格的外汇管制，而对非居民的外汇管制较宽。

2) 对物的外汇管制

对物的外汇管制是区别外汇的不同形式加以管制。其中包括外币(如钞票、铸币等)、外币支付凭证(如汇票、本票、支票、银行存款凭证等)、外币有价证券(如政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等)，以及其他在外汇收支中所使用的各种支付手段和外汇资产。对黄金白银等贵金属及本国货币的输出入管制，也属于对物的管制。

3) 对地区的外汇管制

一般国家都以本国作为外汇管制的地区，有些国家对本国的不同地区实行不同的外汇管制政策，譬如对本国的出口加工区、自由港、经济特区、开发区等实行较松的管制。另

外，有些国家对不同的国家和地区实行不同的外汇管制政策，对盟国和关系友好国家管制松，对不友好、敌对国家管制严，如美国对尖端技术、军需设备的出口就是以此来分类的。

4) 对行业的外汇管制

对行业的管制是指对不同行业实行不同的外汇管制。例如，在我国，对传统的出口行业采取较严的管理，对高新技术和重工业出口采取相对优惠的政策；对高新技术和人民生活必需品的进口采取比较优惠的政策，对非生活必需品或高消耗或不利于生态环境保护的产品进口采取较严的管理政策。

5.1.5 外汇管制的作用及弊端

外汇管制作为一种经济政策，在实施过程中，既有一定的积极作用，同时又有一定的消极作用。从总体上看，外汇管制对一国经济有着其他政策无法比拟的积极作用，如前所述的一些目的，如改善国际收支、政府统筹使用外汇资金、稳定汇率、防止资本外逃、增加外汇储备、增强金融安全等。但外汇管制的实施对本国经济和世界经济也会带来许多消极影响。

1. 阻碍国际贸易的均衡发展

采取适当的外汇管制措施，虽有利于双边贸易的发展，但如果实施严格的管制措施，致使多数国家的货币无法与其他国家的货币自由兑换，必然限制多边贸易的发展。另外，官方对汇率进行干预和控制，汇率不能充分反映外汇供求的真实状况，经常出现高估或低估现象。而汇率高估，对出口不利；汇率低估，又不利于进口，汇率水平不合理会影响进出口贸易的均衡发展。

2. 价格机制失效，资源难以合理配置

外汇管制会使国内商品市场和资本市场与国际相分离，国内价格体系和国际相脱节，这使一国不能充分参加国际分工和利用国际贸易中的比较利益原则来发展本国经济，资源不能有效地分配和利用。资金有盈余的国家，不能将其顺利调出；而急需资金的国家又不能得到它，资金不能在国际间流动。

3. 不利于引进外资

外汇管制的松紧一直被国外投资者认为是该国投资环境的一个最主要方面，因为外汇管制给他们在该国投资的还本付息、红利分配及债务偿还带来困难，从而降低了投资者投资的动力，使本国难以扩大吸收利用外资加快本国经济的发展。

4. 容易引起国际摩擦

一般说来，外汇管制被是一种认为妨碍公平竞争的手段。所以实行严格的外汇管制的国家常遭到其他国家的报复，产生国家间的经贸摩擦。国际货币基金组织要求会员国未经批准不得对贸易和非贸易等经常项目下的收支加以限制，并且要求会员国通过各项改革逐步放松已实施的外汇管制，以减少国与国之间的摩擦和纠纷。

5.1.6 外汇管制的主要内容与措施

凡实行外汇管制的国家和地区，一般对贸易外汇收支、非贸易外汇收支、资本输出入、

汇率、黄金和现钞的输出入等采取一定的管制办法和措施。

1. 对出口收汇的管制

对出口收汇实行管制，其目的是为了鼓励出口，扩大外汇收入，同时限制某些商品如原材料、能源等的出口，另外，保证出口所得外汇能及时调回国内，并结售给指定银行，由国家统筹安排使用。也就是说，出口商必须向外汇管制机构申报出口商品价款、结算所使用货币、支付方式和期限，在收到外汇后必须向外汇管制机构申报交验许可证，并按官方汇价将全部或部分外汇收入结售给指定的银行。剩余部分既可用于自己进口，也可按自由市场的汇率转售他人。

为了鼓励出口，刺激出口商的积极性，各国政府往往采取信贷支持、出口补贴、出口退税、以优惠利率贴现出口商的汇票、政府机构承保汇率波动风险等措施。

2. 对进口付汇的管制

对进口付汇的管制，其目的是限制与国内相竞争的商品的进口，并禁止某些奢侈品及非必需品的进口，以便节约外汇支出和保护本国工业。多数国家实行进口许可证制度，由外汇管制机关签发进口许可证，进口商只有获得进口许可证，才能购买进口所需外汇。此外，对进口限制还同时采取以下几种措施。

(1) 对进口数量(包括进口总量或某项商品的进口数量)实行限制。

(2) 征收进口税和进口附加税。

(3) 进口预先存款(advance import deposit)，即要求进口商在进口某项商品时，向指定银行预存一定的进口货款，银行不付利息，数额根据进口商品的类别或所属的国别按一定比例确定。

(4) 实行国家统一控制，所有进口统一由国家指定的进口单位办理，其他单位不能参与进口业务，以保证外汇的集中使用。

(5) 限制进口商对外支付使用的货币。

(6) 进口商品要获得外国提供的一定数额的出口信贷，否则不准进口。

(7) 提高或降低开出信用证的押金额，以控制进口。

(8) 进口商在获得批准的进口用汇以前，必须完成向指定银行的交单工作，使进口商不能与有关银行做进口押汇、融通资金，从而增加成本。

3. 对非贸易外汇的管制

非贸易外汇收支的范围比较广泛，经常项目下除贸易以外的外汇收支均属非贸易收支。即服务、收益和经常转移项目下的外汇收支。主要包括：与服务有关的运输费、保险费、港口使用费、邮电费、专利费等；与收益有关的工资、利润、股息、利息等；与经常转移有关的捐赠、赡家汇款等。非贸易管制采取的措施主要有与贸易有关的从属费用，如运输费、保险费等，基本按贸易外汇管制办法办理；对其他非贸易外汇收入，一般要求卖给国家指定银行。实行非贸易管制的目的，在于集中非贸易外汇收入，限制相应的外汇支出。各个国家根据其国际收支状况，往往不同时期实行宽严程度不同的非贸易外汇管制。

4. 对资本输出入的外汇管制

资本输出入直接影响一国的国际收支，因此无论是一些发达国家还是大多数发展中国

家，都很重视资本的输出入，只是根据不同的需要，对它实行不同程度的管制。

发展中国家由于外汇短缺，一般限制资本输出，同时对有利于发展本国民族经济的外国资金实施各种优惠措施，积极引进。具体来说，限制资本输出的措施如下：一是直接限制企业在国外投资，限制居民购买外国有价证券。二是冻结账户。未经外汇管理部门的批准，在账户上的资产，包括外国人的银行存款、证券及其他资产，不能动用，严禁汇出。三是征收利息平衡税。规定本国居民购买外国证券一律征税，降低国外投资收益，达到限制资本流出的目的。鼓励资本流入的措施有：①对外资企业实行优惠的税率政策；②对外商投资提供完备、配套的基础设施，提供各方面的优惠服务。

相对地说，发达国家一般外汇资金过剩，国际收支长期顺差，为了避免本币汇率过度上浮，影响出口商品的国际竞争力，往往采取限制资本流入或鼓励本国资本外流的措施。限制资本流入的具体做法有：规定银行吸收非居民存款要缴纳较高的存款准备金；规定银行对非居民存款不付利息或倒收利息；限制非居民购买本国有价证券；限制本国企业和跨国公司借用外国资本等等。

5．对汇率的管制

汇率管制是一国从本国的经济利益出发，为调节国际收支、稳定本币价值，而对本国所采取的汇率制度和汇率水平进行的管制。管制方法主要有以下几种。

1）直接管制汇率

一国政府指定某一部门制定、调整和公布汇率。这一官方的汇率对整个外汇交易起着决定性的作用。各项外汇收支都须以此汇率为基础兑换本国货币。但这种汇率的形成人为因素较多，很难反映真实的汇率水平，极易造成价格信号的扭曲。此外，采取这种形式的汇率管制，通常都伴之以对其他项目较严格的外汇控制。

2）间接调节市场汇率

由市场供求决定汇率水平的国家，政府对汇率不进行直接管制，而是通过中央银行进入市场买入或抛出外汇，来达到调节外汇供求、稳定汇率的效果。为进行这一操作，许多国家都建立了外汇平准基金，运用基金在市场上进行干预；有的则是直接动用外汇储备进行干预。除通过中央银行在外汇市场上直接买卖外汇以外，中央银行还通过货币政策的运用，主要是通过利率杠杆来影响汇率。利率水平的提高和信贷的紧缩，可以减少市场上对外汇的需求，同时抑制通胀，吸引国外资金流入，阻止汇率贬值；反之，则可减轻汇率升值。

3）实行复汇率制

复汇率制是指一个国家通过外汇管制，使本国货币汇率有两种或两种以上的表现形式，出现多重的汇兑标准。

一般来说，在经济高度发达的市场经济国家，其汇率制度一般为自由浮动，国家不对汇率进行直接管制，而是运用经济手段间接控制和引导；而那些经济不太发达、市场机制不健全、缺乏有效经济控制机制的国家，则采取直接的行政性的方式来管理汇率，以保证汇率为本国经济政策服务。

6．对黄金、现钞输出入的管制

实行外汇管制的国家一般禁止个人和企业携带、托带或邮寄黄金、白金或白银出境，

或限制其出境的数量。对于本国现钞的输入实行外汇管制的国家往往实行登记制度，规定输入的限额并要求用于指定用途。 对于本国现钞的输出则由外汇管制机构进行审批，规定相应的限额。不允许货币自由兑换的国家禁止本国现钞输出。



阅读资料 5-2

复汇率制的主要形成途径

1) 法定复汇率

法定的复汇率，即政府有关机构规定两种或两种以上的官方汇率。

一些国家规定有不同的贸易汇率和金融汇率。前者用于贸易及贸易从属费用的结算，后者用于非贸易收支及资本流动中的货币兑换。贸易汇率一般使本币只能兑换较少的外币，从而起到限制进口鼓励出口的作用。一些国家根据进出口商品的类别、非贸易收支的类别和资本流动的类别，分别规定多种汇率，以达到限制奢侈品进口、鼓励生产资料进口、抑制必需品出口、鼓励非必需品出口等既定目标。

2) 双轨制汇率

双轨制汇率，即官方汇率与市场汇率并存的状况。

在只允许官方汇率存在的情况下，市场汇率会出现于黑市。有些国家实行外汇留成制，并允许某些外汇收入可在市场上出售，使双轨制汇率合法化。有些国家规定，出口商按官方汇率将外汇结售给指定银行时，可取得外汇转移证，此证可在外汇市场上转让给需要外汇的客户，得到该证的客户可持证到指定银行申请购买外汇。这是对出口商的一种变相补贴，并使进口商支付一笔额外支出，形成事实上的双轨制汇率。

3) 广义的复汇率制

广义的复汇率制，依据的是国际货币基金组织的标准。

凡采取下述外汇管制措施的国家均被视为实行复汇率制：课征外汇税；给予外汇津贴；不支付利息的预付进口存款制；对未偿付债务应持有相应存款；官方汇率背离市场汇率而不调整。当一国政府机构通过歧视性货币措施对非居民资金转移进行限制，如做出双边支付安排，国际货币基金组织视之为复汇率制。若一国针对不同交易规定的不同汇率相差 2%以上，或挂牌即期汇率与国际外汇市场差额超过 1%且存在时间超过一周，也被国际货币基金组织看作是复汇率。

在 20 世纪 80 年代以前，部分发达国家和许多发展中国家普遍实行复汇率制。在 20 世纪 80 年代中期以后，实行复汇率制的国家逐渐减少，不少发展中国家也在为取消复汇率制而努力，争取实现单一汇率制。

(资料来源：张米良，郭强. 国际金融[M]. 哈尔滨：哈尔滨工业大学出版社，2010.)

5.2 货币可兑换

5.2.1 货币可兑换的含义

货币可兑换或者说货币自由兑换，一般是指一个国家或某一货币区的居民，不受官方限制地将其所持有的本国货币兑换成其他国家或地区的货币，由于国际支付或作为资产持有。

一国货币可兑换是针对外汇管制而言的，如果一国对经常项目下的对外支付解除了限制(或管制)，则该国货币即实现了经常项目下的可兑换；如果一国对资本项下的对外收支也解除了管制，则该国货币即实现了资本项下的可兑换；一国对经常项目下的对外支付和资本项下的对外收支都解除了管制，则该国货币即实现了全面的可兑换。

5.2.2 经常项目下货币可兑换

1. 经常项目下可兑换的标准和内容

如前所述，如果一国解除了对经常项目下支付转移的限制，即实现了经常项目下的货币可兑换，也即承担了《国际货币基金组织协定》第8条所规定的义务，成为国际货币基金组织的第8条会员国。在《国际货币基金组织协定》第8条中有明确的规定，具体如下。

1) 对经常项目下支付转移不加限制

一国对居民从国外购买经常项下商品或劳务所需外汇要予以提供；允许其拨付转移，不以各种形式或手段加以限制、阻碍或推迟。

2) 不采取差别性的复汇率措施

国际货币基金组织认为导致多种汇率做法的汇兑措施主要有：针对不同交易制定不同的汇率，且不同汇率之间的汇差超过2%；双重或多重外汇市场，留成额度及汇兑课税、汇兑担保等。歧视性的货币措施主要是指双边支付安排，它有可能导致对非居民转移的限制。

3) 兑换其他会员国积累的本币

《国际货币基金组织协定》第8条第4节规定，任何一个成员国应另一个成员国的请求，对其因经常项目而积累的本币，无条件地兑换成外币或其所需要的货币。

此外，《国际货币基金组织协定》第30条D款还规定实现经常项下可兑换应对以下4项内容的对外支付不加限制：①所有对外贸易、其他经常性业务(包括劳务)以及正常短期银行业务有关的支付；②应付贷款利息和各项投资净收入支付；③数额不大的偿还贷款本金或摊提直接投资折旧的支付；④数额不大的家庭生活费用汇款。

2. 经常项目下可兑换与限制的界限

国际货币基金组织的成员国承担了《国际货币基金组织协定》第8条义务和第30条D款义务后，由于种种原因或出于不同的目的，有可能出现对外支付的限制、拖延，或保留对外支付的监测手段，但这并不违反经常项目下可兑换所承担的义务，根本不属于对经常项目下的支付进行限制。所以，划清可兑换与限制的界限是非常必要的，两者之间不可混淆。这里特别指出的是：

1) 源于其他原因或其他目的而出现的间接外汇支付限制，不属于对经常项下支付的限制。

例如，某国禁止某些奢饰品的进口，并在外汇条例中列有禁止奢饰品进口用汇，这不属于对经常项下支付的限制。又如，某国列有禁止进口商品目录，从而银行对这类商品的进口不提供外汇，这不属于对经常项下支付的限制。再如，一国对特定商品的进口数量实行限制，从而引起对该项目商品进口用汇的数量限制，也不属于对经常项下支付的限制。

2) 政府规定以某种特定形式和渠道支付或转移外汇，不属于对经常项目下支付的限制。

例如，一国限制居民在国外使用信用卡，不违反国际货币基金组织协定第8条规定，因居民可用钞票或其他外汇支付凭证进行对外支付。

3) 为实现监测目的而规定的验证和登录手续，不属于经常项目下支付的限制或阻碍。

外汇限制主要是指对对外支付所需外汇的获取或使用而实行的直接限制。为达到监测

目的而实行的登记、出示有关单据、办理许可证登录，是核实支付真实性的一种手段，不属于对经常项目下支付的限制。

4) 非政府行为所引起的支付阻碍或拖延不属于对经常项目下支付的限制。

由于债务人破产或债权人要求法院扣押债务人财产，从而导致债务人无法偿付其对外负债，不应视作对经常项目下支付的限制，只有政府行为或明文规定而引起对经常性支付的限制、拖延，才属于外汇限制。

(3) 实行外汇留成制，外汇收入部分上缴制，外汇收入结售制和规定进口方以特定的货币支付出口货款，不违反经常项目下可兑换义务。

5.2.3 货币自由兑换的利弊

1. 货币自由兑换的有利性

1) 有利于提高该国货币的国际地位和扩大该国的国际交流

货币自由兑换，一方面表明该国经济及金融实力增强，是一国国际地位提高的表现；另一方面表明该国对外开放程度的提高及国际贸易与金融交往的扩大。

2) 有利于形成多边国际结算，减少储备风险与成本

如果一国货币是可自由兑换货币，该国在国际收支出现逆差时，就可以用本币支付，从而减少了动用外汇储备来平衡国际收支的压力；同时，可以不需要储备太多的外汇而造成投资机会与投资收益的损失，即减少储备风险和成本。

3) 有利于获得更多的经济发展空间

货币的自由兑换，预示着资本可以自由流动，从而为本国的对外投资和吸引国外资本提供了良好的环境条件，同时带来更加激烈的竞争，激发资源在世界范围内重新配置的活力，拓展了本国的经济发展空间。

2. 货币自由兑换的负面影响

1) 减弱宏观经济政策效应

一国实现货币自由兑换以后，当国内经济出现了通货膨胀时，中央银行为了抑制通货膨胀必须采取提高利率等紧缩性的货币政策，但利率的提高又会吸引国外资本流入，从而削弱了紧缩性货币政策的效力。

2) 导致宏观经济的稳定性降低

货币的自由兑换，使得国内外资产的收益与风险经常处于被比较之中，必然产生资本的大规模流动，发展中国家常常出现大规模的资本外逃。同时，货币自由兑换后，经济波动国际传递加剧，一国宏观经济易受国外通货膨胀、国际经济周期感染而丧失稳定性。对于发展中国家，在条件未具备时，过早过快地让货币自由兑换，过早过快地把国内金融市场与国际金融市场一体化，会出现货币替代和资本外逃；外债管理不当造成经济危机；金融体系缺乏监管，金融风险加剧；汇率难以驾驭，引发资源扭曲配置等诸多问题，内部均衡与外部均衡目标之间的冲突更为突出，对国民经济带来的负面影响将是十分巨大的。

阅读资料 5-3

货币自由兑换后经济面临的新问题

1) 资本逃避问题

资本逃避问题指由于恐惧、怀疑或为某种风险和管制所引起的资本向其他国家的异常流动。在资本流动受到管制的情况下，资本逃避往往采用非法的途径。一种较为常见的方式是在国际交易中伪造发票价格，使其偏离贸易的实际合同价格。进口时高报进口价，出口时低报出口价。确定资本逃避的数量很困难，一般估算方法有两种：一是直接法，即用国际收支中的错误与遗漏账户余额加上私人非银行部门短期资金流动来估算；二是间接法，即用作为一国资金来源的外债增长与外国直接投资净流入之和减去作为一国资金运用的经常账户赤字与储备资产增加之和的余额来估算。

资本逃避对一国经济的发展是极为不利的。从短期看，大规模的资本逃避会带来经济的混乱与动荡。从长期看，资本逃避降低了本国可利用的资本数量，减少了政府从国内资产中可获取的税收收入，增加了本国的外债负担，从而引起一系列严重的经济后果。因此，一国政府必须创造一个持久稳定的宏观环境，并在实现之前采用较严格的资本与金融账户管制，才能减少、预防资本逃避行为。

2) 货币替代问题

货币替代问题指经济发展过程中国内对本国货币币值的稳定推动信心或本国资产收益率相对较低时，外币在货币的各个职能上全面或部分地替代本币发挥作用的一种现象。货币替代一般伴有资本外流现象。但货币替代与资本外流尤其是资本逃避的含义是不同的。存在货币替代时，只要这一自身资产没有转移到境外而是存放在境内，就没有形成资金的流出。另外，货币替代也不能等同于本国居民对外币的需求，因为对任何一国的居民来说，为便利某些国际经济交易和支付而持有一定数量的外币是正常现象。只有当一国居民对外币的需求均无超过正常国际经济交往的需要时，货币替代才可能发生。货币替代的估算比较困难，一般由外币存款占金融资产的份额来表示货币替代的程度。货币替代增加了汇率的不稳定性，也使货币政策的效果降低，对财政政策的影响则是导致本国政府难以从本币发行中获得税收，政府的收入降低。

(资料来源：肖鹞非. 货币可兑换性与人民币自由兑换研究[M]. 北京：中国金融出版社，2005.)

5.3 我国的外汇管理体制的历史沿革

我国在新中国成立后到1978年实行改革开放政策以前，一直实行严格外汇集中计划管理，国家对外贸和外汇实行统一经营，外汇收支实行全面的指令性计划管理。所有外汇收入必须售给国家，用汇实行计划分配；对外基本不举借外债，不接受外国来华投资；人民币汇率不具有调节经济的杠杆作用，仅作为核算工具。改革开放后，为适应计划经济向市场经济转轨过渡的需要，针对经济发展的不同阶段，我国外汇体制进行了一系列改革。具体来说，新中国成立后我国的外汇管理体制的变迁经历了以下几个阶段。

5.3.1 建国初期到私营工商业社会主义改造完成阶段(1949—1956 年)

新中国成立初期，我国外汇资金严重短缺，华北、华南、华东、华中四大行政区分别颁布了外汇管理暂行办法。1950年10月中央人民政府综合上述办法，颁布了《外汇分配、使用暂行办法》，对外汇开始实行统一管理。其主要内容包括：禁止外汇在国内流通使用，取缔国内外汇黑市交易；出口收入、侨汇必须出售给或存入国家银行，进口用汇等可按规定向有关机关申请；建立独立自主、统一的汇价制度；规定外币、金银和人民币进出国境

管理办法。这一阶段外汇管理的主要任务是：肃清帝国主义金融残余势力，稳定国内金融物价，积极开展对外贸易，便利侨汇，利用、限制、改造私营进出口商业区和金融业，建立独立自主的外汇管理制度 。总的来说，该阶段我国外汇管理工作具有分散性特点。

5.3.2 私营工商业社会主义改造完成到十一届三中全会阶段(1956—1979 年 3 月)

随着对私营工商业社会主义改造的完成，我国进入了全面建设时期，外汇管理发生了较大变化，国内市场外汇已经停止流通；除上海 4 家侨资银行(即汇丰银行、麦加利银行、华侨银行和东亚银行)外，其他外资银行在我国的业务已先后关闭；对外贸易由国家外贸公司统一经营；全国实行高度集中的计划管理体制。这样，原来的外汇管理方法已不适应变化的国情，为此，外汇管理的重点相应转变为建立对国有单位外汇收支的计划管理制度，具体有以下几个方面的特点。

(1) 外汇管理工作是在国家计划委员会(现以改组为国家发展和改革委员会)核定的计划范围内，由对外贸易部(已整合为商务部)、财政部、中国人民银行 3 个单位分口管理，对外贸易部负责进出口贸易外汇；财政部负责中央部门的非贸易外汇；中国人民银行负责地方非贸易外汇和私人外汇。

(2) 国家实行“集中管理，统一经营”的方针，一切外汇收支由国家管理，一切外汇业务由中国银行经营。

(3) 外汇政策实行全面的计划管理。外汇收支两条线，统收统支，以收定支，保证外汇收支平衡，略有节余，外汇由国家计划委员会统一分配使用，外汇计划管理以行政办法管理为主。

(4) 根据国家政策和实际需要，对外贸易部、财政部、中国人民银行分别制定了一些管理办法和规定。但由于没有确立外汇主管部门，没有统一的外汇管理法令，同时一些内部管理办法因没有通过立法手续，使我国外汇管理工作较为被动。

总之，这一时期我国外汇管理处于分散到集中的过渡时期，许多外汇管理办法和措施不能使用国民经济发展的需要。

5.3.3 计划管理向市场调节转轨的外汇管理体制阶段(1979 年 3—1993 年 12 月)

我国实行改革开放政策后，涉外经济活动有了较大发展。为适应经济发展的需要。1979 年 3 月，经国务院批准，正式成立了统一负责我国外汇管理的专门机构——国家外汇管理局。1980 年 12 月，国务院又正式颁布了《中华人民共和国外汇管理暂行条例》(以下简称《暂行条例》)。从此我国的外汇管理工作进入了一个新的阶段。1983 年，国家外汇管理局又从中国银行划出，由中国人民银行代管，成为中国人民银行的一个局。1988 年 6 月，国务院决定国家外汇管理局为国务院直属总局级机构，次年升为副部级，仍由中国人民银行进行管理。

在这一阶段，为了与传统的计划经济体制向有计划的商品经济体制转变相适应，人民币汇率不断进行改革，市场化程度逐步提高。外汇管理体制改革主要是围绕着外汇分配制度进行，逐渐摒弃了高度集中、统收统支的外汇管理制度，引入市场机制，实行外汇留成与上缴制度，建立起计划管理与市场调节相结合的外汇管理模式。

1. 实行外汇上缴与留成制度

为了调动创汇企业的积极性，扩大外汇收入，1979 年开始，实行外汇留成制度，坚持“先上缴，后分成”两步走的程序，即各地方和中央承包单位每月的出口收汇，必须先按规定如数完成上缴中央外汇的任务，剩余部分再办理留成外汇的再分配。外汇上缴与留成制度实施后，极大地调动了企业和地方出口创汇的积极性，解决了发展生产、扩大业务所需物资的进口，促进了对外贸易发展。但也出现了一些问题，如外汇额度和外汇实体的分离，外汇资源超分配等。

2. 建立外汇调剂市场

随着外汇留成办法的实施，有些单位保有留成外汇，但本身暂不需要，形成闲置；而有些单位本身不创汇，或创汇能力很低，又急需外汇进口设备器材等物资。这种情况的出现，形成外汇供求之间的矛盾。因此，中国银行于 1980 年 10 月开始在北京、上海等 12 个大中城市办理外汇调剂业务，即允许留成单位将闲置的外汇按国家规定的价格卖给或借给需要外汇的单位，实现余额调剂。1985 年末，深圳经济特区设立了外汇调剂中心。随后，其他经济特区也相继设立了外汇调剂中心。1986 年 2 月起，外汇调剂业务由中国银行移交给国家外汇管理局办理。

随着改革开放的逐步深化，调剂外汇市场的业务对象与业务范围不断扩大。在业务范围上，所有创汇单位的留成外汇，各级地方政府统一分配的留成外汇，居民个人汇人的外汇、持有的外钞和外汇存款，外商投资企业投资外汇，外汇贷款和业务经营过程中所收入的外汇都可参加调剂。这是调剂外汇市场外汇资金的主要来源。与此同时，境内机构的贸易与非贸易用汇及个人用汇一般均可从调剂市场购买。

从 1988 年起，除了原来允许的外汇调剂范围外，又允许地方政府的留成外汇、华侨、港澳台同胞的捐赠外汇进入外汇调剂市场，并在部分地区试办了国内居民个人外汇调剂业务。1988 年 9 月，上海开办了国内居民个人外汇调剂业务。1991 年外商投资企业被允许参加调剂市场。1988 年 9 月，上海开办了我国第一家外汇调剂公开市场，实行会员制，竞价成交和集中清算。随后，其他城市也相继开办。到 1993 年，全国有 18 个城市开办了外汇调剂公开市场，实行会员制，竞价成交和集中清算，外汇调剂成交额也逐年增加。1987 年，全国外汇调剂成交额累计 42 亿美元。1988 年，增加到 62.6 亿美元。1990 年和 1991 年，又分别增加到 131.64 亿美元和 204 亿美元。

经过 20 世纪 80 年代的发展，外汇调剂市场已形成初具规模、具有一定开放性和网络化的市场体系，但它仅仅是一个初级形式的外汇市场，而且各地外汇调剂市场基本上是按照行政区划设置的，存在着地区分割，外汇资金横向流通不畅，汇率不统一等问题。

3. 改革外汇经营体制，允许多种金融机构经营外汇业务

1979 年以前，我国外汇管理制度规定外汇业务由中国银行统一经营。为了适应改革开放后的新形势，1979 年，开始允许国家专业银行业务交叉，允许金融公司、租赁公司经营外汇业务，批准外资金融机构在国内设立营业机构，逐步形成了多种金融机构并存的外汇金融体系。与此同时，制定了对各类金融机构的外汇管理办法和制度，加强对金融机构外汇业务的监督和管理。

4. 建立对资本输出入的管理制度

1) 对外商投资企业的外汇管理

为了鼓励外商来华投资，对外商投资企业外汇收支采取比较宽松的政策，允许其保留外汇收入，自行支配使用；允许其向境内外银行借款，自借自还，事后办理登记；允许其通过外汇市场调剂外汇余缺；投资者所得利润、依法停业清算后所分得的资金、外籍职工的工资收入，均可申请汇出；投资者的人民币利润进行再投资享受外资待遇等。

2) 对外债的管理

1986年4月开始，国家外汇管理局统一管理全国外债，掌握全国外汇、外债的信息和数额，监督和管理对外借债和境外发行债券。对外债实行计划管理和审批制度，借用外债必须纳入国家计划，对中长期外债实行年度指标控制，对短期外债实行余额管理。对外借款和在境外发行债券必须逐笔报国家外汇管理局审批，国家外汇管理局监督其还本付息。实行外债登记制度，建立全国外债统计监测系统，定期对外公布外债数字。

3) 对境外投资的外汇管理

对境外投资实行事前审查和事后监督相结合的管理制度。国内企业向境外投资必须凭计划部门批准的项目计划，向对外经济贸易经济合作部(已整合为商务部)申请批准。在申请前，须经国家外汇管理局审查外汇资金来源和外汇风险，并由国家外汇管理局监督其投资回收和利润调回。

5. 发行外汇兑换券，放宽对境内居民个人外汇管理

1) 发行外汇兑换券

1980年4月1日，经国务院批准，中国银行开始发行外汇兑换券，简称“外汇券”。

2) 逐步放宽对境内居民个人外汇管理

允许境内居民和外国侨民留存外汇，在银行开立外汇账户，在规定范围内可以汇出境外，也可以凭银行证明携出境外；如兑换人民币可以享受优惠侨汇的有关待遇。

这一阶段，配置外汇资源的市场机制不断发育，对于促进吸引外资、鼓励出口创汇、支持国民经济建设发挥了积极作用。

5.3.4 与社会主义市场经济相适应的外汇管理新体制阶段(1994年1—2000年)

为了促进我国市场经济体制的建立和进一步对外开放，克服双重汇率带来的不利影响，从1994年1月1日起，我国的外汇管理体制进行了重大改革。这一时期外汇管理体制改革，围绕人民币经常项目可兑换的改革目标，相继推出了一系列改革措施，具体来说，有以下内容。

1. 实现汇率并轨，实行以市场供求关系为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度

1) 汇率并轨，实行单一汇率。

从1994年1月1日起，国家把调剂外汇市场的汇价与官方牌价合二为一，只保留一个汇价。1993年12月底官方牌价为1美元＝5.800 0元左右人民币，根据18个外汇调剂中心交易价加权平均后的调剂汇率为1美元＝8.700 0元左右人民币。由于调剂外汇汇率是由市场供求关系决定的，人民币与外币的比价较真实地反映了人民币对美元的实际价值；而官方牌价，人民币又高估，所以，1994年1月1日并轨后的牌价为1美元＝8.700 0元左右人民币。

2) 实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。

依据国际上通用的分类方式，按政府是否进行干预，浮动汇率制度可分为自由浮动和管理浮动两种类型。我国即属于管理浮动这一类型，人民币对美元及其他外币的比价不是固定不变的，而是中国人民银行根据外汇市场的供求情况，采用经济手段、法律手段，必要时进行宏观调控，对市场进行干预，避免短期的投机性波动，以保证汇率在宏观经济目标范围内平滑运行，促进国际收支的中长期平衡。这种干预是顺势干预，并不改变外汇供求方向和影响外汇市场的正常运行。中国人民银行通过规定银行挂牌汇率浮动幅度，进入银行间外汇市场吞吐外汇等办法，对汇率波动进行调控，以维护相对稳定金融环境，支持国民经济的健康发展。

2. 实行银行结售汇制度和进出口收付汇核销制度，取消外汇留存和上缴制度

1994 年 1 月 1 日起，取消了统收统支的外汇管理制度，逐步发挥市场机制对外汇资源的配置作用，对经常账户下的外汇收支实行银行结售汇制度和进出口收付汇核销制度，取消外汇留存和上缴制度。国内企事业单位的外汇收入，必须按照公布的汇率出售给外汇指定银行。国内企事业单位在经常项目下的外汇支出，只要能出示证明交易真实性的商业单据和有效凭证，即可到外汇指定银行购买。这就简化了企业用汇手续，实现了经常项目下有条件的可兑换，便于企业核算，有利于调动企业出口的积极性。同时，国家建立了通过事后核对进口物流和资金流是否对应的进出口核销制度，防止出口少收汇和进口多付汇。

3. 建立全国统一的银行间外汇市场

1994 年 4 月 1 日，在上海成立中国外汇交易中心，形成统一的外汇市场——银行间外汇市场。同年 4 月 4 日正式运行。它无论从结构、组织形式，还是交易内容和交易方式，以及管理和调控等方面都较外汇调剂市场大大向前迈进了一步。银行间外汇市场的主要作用是为了各外汇指定银行相互买卖外汇余缺和清算提供服务，并生成人民币市场汇率。各外汇指定银行办理结汇所需的人民币资金，原则上应由各银行自有资金解决。国家对外汇指定银行的结算周转外汇实行比例管理。各外汇指定银行结算周转外汇的比例，由中国人民银行根据其资产和外汇的工作量核定。

4. 取消外汇券，放宽境内居民个人外汇管理

1994 年决定停止发行外汇券，已发行的外汇券仍可继续流通，逐步兑回。1995 年 1 月 1 日起，停止外汇券流通，并限期于 1995 年 6 月 30 日前兑回。1994 年 1 月 1 日，重申禁止外币境内流通和私自买卖外汇，取消境内外币计价结算。

提高个人因私用汇的供汇标准，扩大供汇范围，并对超标准和超范围的用汇经外汇管理局审核其真实性后，可以给予供汇。

5. 外资企业的外汇管理政策不变

为维护外商投资企业的利益，保持政策的连续性和稳定性，吸引外商来华投资，避免产生大的震荡，对外商投资企业的优惠待遇不变。外商投资企业可以全额保留外汇，开立外汇账户，继续保留外汇调剂市场，为外商投资企业买卖外汇提供服务(从 1996 年 3 月 1 日起，在江苏、上海、深圳及大连进行外商投资企业实行银行结售汇试点，1997 年 7 月 1 日，外商投资企业正式纳入我国银行结售汇体系)

6. 健全外汇管理法制

1996 年 1 月 29 日颁布了《中华人民共和国外汇管理条例》，外汇管理改革成果以法规形式得以进一步确立。同年 12 月，中国宣布接受《国际货币基金组织协定》第 8 条款，实现人民币经常项目下可兑换。

7. 加强对资本金融项目的管理

人民币经常账户可兑换后，为了防止违规资金流入冲击我国经济和资本外逃，我国对资本账户加强了管理。主要是针对长期外债、短期外债、境外债券发行、对外担保、境外投资等方面进行了具体的规定和管理。

8. 建立外汇储备经营管理制度

1994 年起，外汇储备完全集中到中国人民银行管理，逐步建立起比较规范的外汇储备管理制度。按照“安全性、流动性和收益性” 储备管理目标，国家外汇管理局代表中央银行在国际市场上直接经营其掌握的绝大部分国家外汇储备，根据国民经济发展的实际需要和对外经济发展的具体情况，统一安排外汇储备资产结构，调整外汇储备的货币结构。

在集中管理国家外汇储备的同时，还委托个别条件较好的商业银行代理国家经营部分外汇储备资金，以合同方式确定委托与被委托之间的责任和义务，明确了国家外汇储备资金所有权和经营权的关系。在外汇储备经营过程中，根据国际金融市场的行情，综合考虑了利率、汇率及其他各经济金融指标，及时调整了外汇储备货币结构和资产结构，有效地控制了外汇储备风险，保证国家外汇储备收益的增加。

这一阶段，外汇供求的市场基础不断扩大，市场机制配置外汇资源的基础性地位进一步增强。但总体看，我国外汇资源仍然短缺。当时，仅允许少数企业经批准后开立外汇账户，并且账户内仅可保留上年进出口额的 15%的外汇。个人因私用汇每人每次也仅可购 500 美元，超限额购汇需经外汇管理部门批准。亚洲金融危机期间，我国更加强了资本流出管制，建立了进口报关单联网核查制度，有力地打击了利用报关单逃汇和骗汇现象，有效抵御了外部冲击。

5.2.5 外汇管理体制改革的深化阶段(2001 年以来)

2001 年年底我国加入 WTO，对外经济贸易迅猛发展，贸易顺差急剧扩大，外商来华投资踊跃，国际收支持续大额顺差，外汇储备于 2009 年年末达到 2.13 万亿美元，是 1993 年年底的 100 倍。在此背景下，我国逐步取消了经常项目外汇账户开户审批和账户限额管理，允许企业可根据经营需要自主保留经常项目外汇收入。

为建立和完善我国社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的基础性作用，建立和健全以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，2005 年 7 月 21 日，人民币汇率形成机制进一步改革，实行以市场供求为基础，参照一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度，人民币汇率弹性和灵活性显著增强，外汇市场加快发展。同时，还加强了外汇资金流入的管理，如 2008 年实施出口收结汇联网核查，通过核对出口报关单数据，核查出口收汇是否有真实外贸背景，防止在出口收汇中隐匿热钱流出入。这一阶段，对外汇资金实行流入流出均衡管理的原则和制度逐步确立，资本项目可兑换进程稳步推进，贸易投资

外汇管理不断便利化。2008年8月修订实施的《中华人民共和国外汇管理条例》突出了均衡管理原则和国际收支应急保障制度。

在资本金融项目方面，我国取消了外汇风险审查、外汇来源审查等对外直接投资行政审批项目，并于2002年11月推出了合格境外机构投资者(QFII)制度，投资品种包括股票、债券和基金等多种人民币标价的金融工具。这一制度的引入，对于引导国内证券市场理性投资理念，促进我国证券市场的规范化和国际化，提高国内商业银行的托管服务水平等发挥了积极作用。2006年我国又推出了合格境内机构投资者(QDII)制度。QDII的实施拓宽了境内机构和个人境外投资的渠道，与QFII配合，共同发挥了调节资金双向流动的作用，有利于促进国际收支平衡。

5.4 我国2008年的外汇管理条例

1996年1月《中华人民共和国外汇管理条例》实施后，我国外汇管理改革日益深化，经常项目于1996年12月实行了可兑换，企业可以自行保留经常项目外汇收入，资本项目可兑换程度不断提高，人民币汇率形成机制进一步完善，特别是面对经常项目与资本金融项目双顺差，国际游资冲击频频。在此背景下，面对国际国内新形势，有必要对改革成果予以巩固，对外汇政策做出适应性与针对性的修订。为此，2008年8月6日国务院发布522号令，公布了最新通过的《中华人民共和国外汇管理条例》。在此对《条例》中经常项目管理和资本项目管理的内容进行阐述分析。

5.4.1 经常项目的外汇管理

1. 经常项目的外汇管理原则

1) 经常项目可兑换原则

如前所述，1996年12月我国实现了人民币经常项目可兑换，所以境内机构进口商品和服务，只要得到进口许可证和提交了相应有效凭证，即可到外汇指定银行购汇对外支付。这种购汇与对外支付必须是真实需要，购汇企业或个人需提交证明这种真实需要的凭证，经银行审核后才能售汇或从企业的外汇账户中对外支付。

2) 真实性审核原则

这主要指经常项目下的收付汇按规定必须由外汇指定银行进行单证审核，由外汇局进行现场和非现场监管。必须指出，真实性审核并不构成对经常项目可兑换的限制，因为经常项目可兑换的前提是经常项目外汇收支具有真实合法的交易基础，并有相应的商业凭证予以证明。如交易本身不属于经常项目而是资本项目或虚假违法交易，其外汇收支应受到管制甚至处罚。

3) 贸易便利化原则

贸易便利化是指国际贸易程序的简化和相互协调。在国际贸易成交过程中货物流动所需收集、出示、交换和处理有关资料的活动、惯例和手续则统称国际贸易程序。贸易便利化表现为标准化和简化、自动化、数字化和系统化。促进贸易便利化就是通过对现行经常项目外汇管理制度、管理环节、操作方式、工作流程的改进与简化，使政策与规定的实施

过程更灵活便利、高效顺畅、安全可靠，有利于涉外企业的资源节省与绩效提高。

4) 均衡化原则

由于我国长期外汇短缺，为增强对外支付能力，对跨境外汇资金一直采取“重流出，轻流入”的管理政策，防止逃汇和套汇行为为管理重点。适应经济形势的发展与我国外汇储备的现状，我国对跨境资金“重流出，轻流入”不对称政策调整为流出流入并重，均衡监管的政策，既防治违法资金的流出也防止非法资金的流入。

2. 经常项目外汇管理的内容

经常项目外汇管理的内容主要包括货物贸易外汇管理、服务贸易外汇管理、经常项目账户外汇管理和个人经常项目外汇管理等，前三项管理内容将在下一节中详加论述，在此只对个人经常项目的管理加以概述。

根据经常项目可兑换原则，个人外汇收支管理原则立足于满足个人正当合理的用汇需求，但由于我国人口众多，个人外汇整体需求规模过大，增加了管理难度，因此，个人经常项目外汇收支采用额度管理方式。

目前，对个人结汇和境内个人购汇实行年度总额管理，年度总额每人每年等值 5 万美元，根据国际收支状况，外江管理局对年度总额进行调整。境内个人、境外个人结汇和境内个人购汇在年度总额以内的，凭本人有效身份证件和规定的证明材料在银行办理。对于个人从事外贸产生的经营性外汇收支视同机构，按照货物贸易有关原则进行管理。

5.4.2 资本项目的外汇管理

1. 资本项目外汇管理原则

1) 均衡管理原则

这是指在推进资本项目可兑换过程中，在管理政策上将跨境资金流动的“引进来”和“走出去”相结合，鼓励跨境资金双向有序流动，加速开放对外直接投资、对外证券投资等原来限制较多的领域，限制投机性资金流入。

2) 稳步开放原则

在确定的逐步实现资本项目可兑换的目标下，资本项目管理以有序稳步放松资本项目交易限制、引入和培育资本市场工具为主线，在风险可控的前提下，依循序渐进、统筹规划、先易后难、留有余地的原则，分阶段、有选择地逐步推进资本项目可兑换，以促进国民经济全面、协调、可持续发展。

3) 国民待遇原则

长期以来，为吸引外资，我国在很多领域对外资存在超国民待遇的情况；而在部分行业对外资的市场准入又壁垒高筑，从而导致部分内资企业的行为扭曲，如返程投资和假投资问题。因此，在资本项目管理的规定上循序调整，在各个领域中落实国民待遇原则。

2. 资本项目外汇管理的内容

1) 直接投资管理

(1) 外商直接投资管理。我国对外商直接投资实行投资主管部门审批制，即所有外商直接投资企业需先行获得商务主管部门的核准批复，然后到外汇管理部门办理外汇登记和

相应的汇兑手续。最后，到工商管理部门办理营业执照方能从事经营活动。外商投资企业外汇登记后开立的外汇资金账户，其账内的外汇资金按实需原则进行结汇，也即根据实际支出需求(如购买原材料、设备、支付工资等)申请将外汇本金结汇。为便于外商投资企业小额支付需要，在一定限额内(目前为 5 万美元)可结汇使用，无须提交支付用途凭证。

(2) 境外直接投资管理。境外直接投资管理分两类，一类是境内主体的境外投资，另一类是返程投资。

后者是指境内居民通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动，如购买或置换境内企业中方股权、在境内设立外商投资企业以及通过该企业购买或协议控制境内资产、协议购买境内资产和以该项资产投资设立外商投资企业或向境内企业增资等。

目前，对境外直接投资管理的规定是：只要境内企业的境外投资项目符合国家境外投资产业政策并获得商务主管部门批准，在外汇管理方面已无对境外投资金额、投资资金来源或数量的限制。外汇管理部门对每一家境内机构的境外投资项目进行外汇登记，并据此记录境外投资项下流出入的具体形式和金额。境外直接投资项下的资本变动收入(如撤资、清算等)调回境内仍需外汇管理部门审核，以防异常资金流入境内。

为解决境外融资难和流动资金不足的问题，我国允许境内企业在核准额度内，以合同约定的金额、利率和期限为其在境外合法设立的全资附属企业或参股企业融资。还款资金的流入则需经过审核。

2) 外债管理

(1) 借用外债。借用外债分属多部门管理。国家发展和改革委员会负责编制利用国外贷款计划，汇总提出包括国际金融机构贷款、政府贷款、商业贷款和债券发行、项目融资等的中长期利用外资计划；国家中国会同商务部、财政部、中国人民银行等部门制定国家中长期和年度利用国外贷款的总规模，报国务院批准。国家外汇管理局负责核定短期外债余额指标；核准外债的签约和提款登记、开户及还本付息相关结售汇；外债统计监测和对外担保审批。此外，财政部负责主权债务的对外签约和债务资金的使用和管理。借用外债的管理当前实行数量管理、汇兑管理与外债登记制度 3 种方式。

(2) 境外发行债券。境外发行债券有较严的审批程序。境内机构在境外发行中长期债券按需由国家中国审批；境外发行短期债券，则需由国家外汇管理局审批，两种情况均需办理外债登记手续。此外，与境外发行外币债券有关的开户、资金划转及汇兑均需国家外汇管理局核准。

(3) 对外担保。对外担保是一种或有负债，有时还可能用于规避资本管制，国家外汇管理局承担对外担保管理的职责，其管理内容包括资格管理、余额指标管理和担保登记制 3 方面。

3) 证券投资管理

(1) 合格的境外机构投资者。境外机构投资者要进入境内证券市场成为合格的境外机构投资者，需要对以下 4 个方面进行审批并加以控制：资格条件的限制也即准入门槛；投资规模的限制即规定投资额度；投资通道的控制也即开立专门账户；资金出入的限制也即投资基金有一定的锁定期。

上述管理职责分别由中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局负责，前者负责资格审定、投资工具的确定、持股比例的限制等；后者负责额度的审定、资金汇出入和汇兑管理等。

(2) 合格的境内机构投资者。境内机构投资者要进入境外证券市场从事证券投资，成为合格的境内机构投资者是资本输出的一种方式，对此同样也要进行资格条件、投资规模、投资通道等方面的核批并加以控制。管理和核批的机构是中国银行监督管理委员会(以下简称中国银监会)、中国证监会、中国保险监督管理委员会(以下简称中国保监会)分别负责银行、证券和保险等境外投资业务的市场准入，包括资格审批、投资品种的确定及相关风险管理；国家外汇管理局负责合格的境内和机构投资者境外投资额度、账户及资金汇兑等。

(3) 境外上市外资股(H 股)管理。境外上市外资股是指境内股份有限公司向境外投资人发行的股票，在境外证券交易所公开流通转让。管理境外上市外资股的基本内容是：①由中国证监会对境外上市申请进行审核，涉及国有企业的需国务院国有资产监督管理委员会(以下简称国资委)出具意见，涉及到募集资金投向和产业政策的须征求发改委意见。②企业境外上市后需到国家外汇管理局办理境外上市外汇股票登记。③资金调回需到国家外汇管理局办理备案手续，资金结汇须经国家外汇管理局核准。④涉及境外股东增持、减持境外上市公司股份，中国证监会应出具意见，增持、减持、回购境外上市股票涉及到资金结汇、购付汇须国家外汇管理局核准。

(4) 境内上市外资股(B 股)管理。B 股也称人民币特种股票，指在境内注册的股份有限公司向境外投资者发行并在中国境内证券交易所上市的股票。对 B 股管理包括对发行者管理、对投资者管理和对证券经营机构管理 3 项基本内容。

阅读资料 5-4

努力实现人民币资本项下可兑换

在 1996 年 12 月实现了人民币经常项目可兑换后，逐步实现资本项目的可兑换成为我国外汇制度改革的战略目标。

我国人民币资本项目如何实现可兑换，需要从我国经济的实际情况出发，吸取国外可借鉴的经验教训，有步骤地实现人民币资本项目可兑换。实现人民币资本项目可自由兑换必须满足货币自由兑换的一般条件。针对我国的现实经济情况，还需从以下方面下功夫：一是加快微观经济主体的经营机制的根本转变，使其对市场经济杠杆的调节有灵敏而有效的反应，以适应放松资本账户管制后资本流动带来的利率和汇率变动；二是进一步发展金融市场及健全货币政策机制，因为一个货币政策工具不完善、市场传导机制尚欠灵活及缺乏有效控制和调节的市场是不能过早对外开放的；三是进行财政体制改革，以避免财政赤字、通货膨胀和资本非正常的大量流出入；四是建立有力的金融监管和完善的金融风险防范机制，以防范和化解放开资本账户管制所面临的风险。

人民币资本项目可自由兑换是一个渐进的、分阶段、分步骤实施的过程。20 世纪 90 年代以来的墨西哥金融危机、东南亚金融危机，以及 2008 年的国际金融危机，从实践角度给予我们许多警示，吸收他国的经验与教训，在推进人民币可兑换的进程中，如何合理安排经济对外开放的部门顺序，如何使人民币可兑换进程与本国经济发达程度及国内金融体系的完善程度相适应，如何在人民币可兑换进程中把握适宜速度，以减少不必要的风险和避免付出沉重的代价，如何处理对外开放与完善资本项目管理之间的关系等，都是未来在研究人民币自由兑换问题时需要加以思考与解决的。

(资料来源：陈长民. 国际金融[M]. 北京：中国人民大学出版社，2010.)

5.5 我国对外经贸企业的外汇管理

一切经营货物贸易与服务贸易的涉外企业，在跨境交往与外汇首付中，必须遵守以下3个总原则：一是经常项目外汇收入可以调回境内也可存放境外；二是必须进行真实合法交易，外汇资金流与物(服务)流相对称；三是经常项目收支与资本项目收支要泾渭分明，不得混淆。

5.5.1 出口结汇管理

对外经贸企业在出口中，除应遵守总原则严格出口贸易的真实性以及单证与货物(服务)价值的一致性外，还应遵守以下几个规定原则。

1. 实行《出口收结汇联网核查办法》

国家外汇管理局、商务部、海关总署于2008年7月上旬发布了《出口收结汇联网核查办法》，从2008年7月14日起在全国范围捏试运行，8月4日正式运行。办法规定企业出口收汇应先进入银行直接以该企业名义开立的出口收汇待查账户。出口收汇进入待查账户后，需要结汇或划出的，企业应如实填写出口收结说明，连同中国电子口岸操作员工IC卡一并提交银行办理。企业在通过待核查账户办理资金结汇或划出手续时，银行将登录出口收结汇联网核查系统，在具体类别相对应的可收汇额范围内进行收汇核注。这样，联网核查系统通过将企业出口收汇情况与其海关货物出口情况加以核对，能有效甄别货物贸易项下资金流入的实际贸易背景，有效防止虚报资金的流入。

2. 预收货款和延期收款(90天以上)登记制

预收货款与延期收款在跨境贸易中属贸易信贷，是企业之间的一种资金融通，在国际收支中属资本金融项目下的收支。在我国对资本金融项目收支实行部分管制下，为防止资本项目收支混入经常项目收支中，杜绝国际热钱的流出入，对出口业务的预收和延期收款(90天以上)实行登记制，其主要流程如下。

(1) 网上登记。预收货款或延期收款要在网上进行登记。

(2) 联网查核。对预收货款或延期收款的收汇信息，国家外汇管理局向中国电子口岸联网核查系统发送预收或延期收款的收汇额度，在额度范围内企业可以办理待核查账户中预收外汇的转出或结汇，相应地银行在中国电子口岸系统进行核注登记。

(3) 注销登记。预收或延期收款在相应货物出口后，或得到收进货款通知后，通过网上服务平台办理注销登记。

(4) 额度调整。预收或延期收款额度并非由企业自行决定，而是根据该企业前12个月的进出口情况及以往登记情况和贸易信贷控制等确定，控制比例由国家外汇管理局根据国际收支情况进行调整。

3. 贯彻安全及时收汇原则，正确选择结算方式

为防止任意采取托收结算方式，在商品服务出口中，对信用证改为托收、托收款项减额、托收即期改远期、推迟远期收汇期限，以及采取承兑交单和寄售方式，各企业单位要加强审查，慎重采用；对远期收汇期限过长者，如超过90天者，应取得上级单位准许。

货物出运与服务合同履行不是出口任务的完成，安全收回货款，才算最后完成出口任务。对未付客户，要加强催收工作，并按当地市场利率与托收时间追收利息，以保障自身利益。

4. 一般不允许自寄单据，自行收汇

出口企业在货物与服务出口后，一般不得自行寄送单据，自行收汇。由于缺少银行监督与催收工作，容易使进出口单位乘机拖欠；同时也易于滋生逃汇行为。企业与其境外的直属企业之间往来也需通过银行寄单。但是，鲜活易腐商品，通过航运发送到中国香港、澳门地区或国外；出境展销商品，金额在 1 000 美元等值或以内的有价样品及属于预收款项的商品可以直接寄单，但须获得外汇管理部门的批准，并及时将有关单据和发票副本送交外汇指定银行，以便核销汇入有关款项。

5. 出口外汇收入不能抵减其他项目的外汇支出

根据国际惯例付给对方的佣金、货价折让、货款尾数等外汇，已在合同中列明的，可在出口收汇中扣付。对未列明的付款，如暗扣、暗佣或佣金率超过规定幅度者，应报上级单位批准，由银行支付。出口收汇中发生的赔款、罚款、降价退款、退回多收或错收的外汇支出，企业要提供有关证件征得外汇管理部门审查同意，由银行支付，冲减其出口收汇。

5.5.2 进口付汇管理

1. 进口付汇核销制

进口付汇核销制是以付汇的金额为标准核对是否有相应的货物进口到国内或有其他证明抵冲付款的一种事后管理措施。

2.预付货款，延期付款登记制

进口业务中预付货款与延期付款(90 天以上)是贸易信贷的一种形式，为防止以经常项目的收支掩盖资本金融项目收支，也实行登记制，其业务流程与前述相似，具体如下。

(1) 网上登记。预付货款和延期付款等进行合同网上登记。

(2) 联网核查。对预付货款和延期付款信息，国家外汇管理局向中国电子口岸联网核查系统发送预付货款和延期付款额度，在额度范围内企业办理“待核查账户”。

(3) 注销登记。待核查账户在预付货款和延期付款货物进口后，企业通过电子口岸联网核查系统进行核对，通过网上服务平台办理注销登记。延期付款办理登记支付时，通过网上核对，在待核查账户办理支出，相应地银行在网上平台完成注销登记。

(4) 额度的确定和调整。和出口预收货款和延期收款相同，预付货款与延期付款额度由国家外汇管理局根据各种数据加以确定调整，前已述及，在此不重复。

5.5.3 服务贸易的对外支付

服务贸易中的国际旅游、国际运输、无形资产及因公出国等占有很大比重，这类对外支付均应遵守下列原则：一是各类支付应提交相关税务证明，因非居民从境内获得的服务收入应在境内纳税；二是由于部分行业主管部门有市场准入、事前审核登记备案管理的规定，因此服务贸易部分项目的对外支付还须提交行业主管部门出具的核准、登记或备案的证明材料；三是对一定金额以上法规规定不明确的事项在国家外汇管理局进行真实性审核

后，由外汇指定银行办理收付汇。

5.5.4 逃、套、骗汇均属违法行为

1. 逃汇的概念及表现

根据2008年8月11日修订的《中华人民共和国外汇管理条例》第39条规定，逃汇行为包括：第一，违反国家规定，擅自将外汇存放在境外的；第二，不按国家规定将外汇卖给外汇指定银行的；第三，违反国家规定将外汇汇出或携带出境的；第四，未经国家外汇管理局批准擅自将外汇存款凭证、外币有价证券携带或邮寄出境的。概括地说，违反国家规定，逃避监管，将外汇资金移存境外的行为即为逃汇。在货物与服务贸易中，下述活动其性质属逃汇行为。

(1) 在进出口业务中，不遵守真实合法交易原则，高报进口货价，低报出口货价，或以隐匿佣金回扣等手段少报收入，多报支出，将多余外汇留存境外。

(2) 境内机构在境外卖单，境内提货；或境外卖票，境内提供服务，将所得外汇滞留境外。

(3) 外经贸企业将出口展销、派出技术服务等外汇收入存放境外，或径自抵付支出，或为其他单位或个人支付外汇费用。

(4) 外经贸企业驻外代表机构或其设在境外的合营合作企业所得利润，未按规定调回而存放境外或私自留用。

(5) 外汇、贵金属及其制品或与处理外汇资产有关的凭证均属外汇资财，外经贸工作人员将上列物品非法携带、邮寄出境。

2. 套汇的概念及表现

根据2008年8月11日修订的《中华人民共和国外汇管理条例》第40条规定，非法套汇行为包括：第一，违法国家规定，以人民币支付或者以实物偿付应当以外汇支付的进出口货款或其他类似之处的；第二，以人民币为他人支付在境内的费用，由对方付给外汇的；第三，未经外汇管理机构批准，境外投资者以人民币或者境内所购物资在境内进行投资的；第四，以虚假或者无效的凭证、合同、单据等向外汇指定银行骗购外汇的。概括地说，违反国家的规定与监管，通过第二者或第三者采取欺诈或虚假手段，以人民币或物资套(骗)取外汇的行为即为套汇。在对外经贸企业中，下述活动其性质属套(骗)汇行为。

(1) 故意降低出口货价，让对方以捐赠名义给予补偿或将总余外汇存放境外。

(2) 企业的进口货款及应付给境外的外汇，未经批准以人民币或其他方式(如意货易货或以出口收入抵付进口外汇支出)偿付。

(3) 企业及其工作人员在与境外机构交往中，有意以人民币代境外机构或短期入境从业人员支付国内各项费用，而收受外汇私自留用，或由于对方在境外付给外汇或以物品补偿。

(4) 涉外企业在境外的单位或个人，收揽侨汇或收受其他外汇，然后以捐赠名义进口，或由境内机构委托其支付外汇费用，在国内再以人民币或其他形式归还。

综上所述，可以看出，逃汇与套汇密不可分，逃中有套，套了就逃。在20世纪经常项目尚未实现完全可兑换，实行强制结汇的背景下，个别企业内外勾结通过虚假交易或欺诈手段套(骗)取外汇将其移存境外，然后在用于进口货在境外投资。通过套汇达到逃汇，当

时外汇管理的重点是防范外汇资金的流出。进入21世纪，逃套汇活动处保留原有形式外，又具有新的内容和特点。

3. 当前逃套汇的主要特点与表现形式

在1997年我国实现了经常项目可兑换后，对资本金融项目仍实行部分管制，在国际收支持续保持双顺差的同时，外汇储备较为丰厚。在此形势下，逃套汇所具有的新特点和内容是境内外企业相互勾结，以经常项目外汇收支掩盖非法短期资本的流出入。逃套汇资金不仅表现为非法短期资本的流出与移存境外，也表现为非法短期资本流入境内与外汇截留。不法企业内外勾结在人民币升值的与其与房地产投资利润的驱动下，所采取的较为典型的逃套汇手段如下。

(1) 高报出口货价，出口多收汇。采取这种做法，不仅可以掩盖短期投机资本的流入，又可将投机资本在国内赚取的利润以经常项目收入来掩盖资金外流。

(2) 低报出口货价，出口少收汇。这具有两方面的作用，既可截留应收而少收的那部分外汇，又可将流入境内短期投机资本所获得的利润连同本金调离出境。

(3) 高报进口货价，进口多付汇。这样可以将短期投机资本流入后赚取的利润连同本金调离境外。

(4) 低报进口货价，进口少付汇。这样做既可掩盖投机资本流入，又可将已滞留境外的投机资本再次流入境内。

可见，当前逃套汇活动与20世纪的主要不同在于：20世纪通过逃套汇将可得资金移存境外；而当前逃套汇资金不但是移存境外，而且还流入境内，在境内截留、办理结汇，或伺机划转境外，以套取人民币升值或其他可投机领域的利润。

本 章 小 结

外汇管制的概念有广义和狭义之分。广义的外汇管制是一国政府对居民和非居民的外汇获取、持有和使用以及在国际支付或转移中使用本币或外币所采取的管制措施与政策规定。狭义的外汇管制称为外汇限制，它是指一国政府对居民和非居民在国际收支经常项目下的外汇支付采取按各种形式或手段加以限制、阻碍或推迟。

实行外汇管制的国家和地区，一般对贸易外汇收支、非贸易外汇收支、资本输出入、汇率、黄金和现钞的输出入等采取一定的管制办法和措施。

货币可兑换或者说货币自由兑换，一般是指一个国家或某一货币区的居民，不受官方限制地将其所持有的本国货币兑换成其他国家或地区的货币，由于国际支付或作为资产持有。

1994年1月1日起，我国的外汇管理体制进行了重大改革。实现汇率并轨，实行以市场供求关系为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度；取消外汇留成制，实行银行结售汇制度，实现经常项目下有条件可兑换；建立全国统一规范的外汇市场，改进汇率形成机制等。

1996年1月29日颁布了《中华人民共和国外汇管理条例》，外汇管理改革成果以法规形式得以进一步确立。同年12月，中国宣布接受国际货币基金组织协定第8条款，实现人民币经常项下可兑换。

2005年7月21日，人民币汇率形成机制进一步改革，实行以市场供求为基础，参照一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度。

2008年8月6日国务院颁布522号令，公布了最新通过的《中华人民共和国外汇管理条例》。

练　习　题

一、选择题

1．外汇管理的核心内容是(　　)。
A．外汇资金收入和运用的管理　　B．货币兑换管理
C．汇率管理　　D．额度留成制

2．目前人民币自由兑换的含义是(　　)。
A．经常项目下的交易中实现人民币自由兑换
B．资本项目下的交易中实现人民币自由兑换
C．国内公民个人实现人民币自由兑换
D．经常项目下和资本项目下都实现人民币自由兑换

3．我国的外汇管理的结汇售汇制度起源于(　　)。
A．新中国成立初期　　B．全面计划经济时期
C．改革开放初期　　D．1994年的外汇体制改革

4．外汇管制的积极影响包括(　　)。
A．隔绝外部经济冲击　　B．改善国际收支状况
C．稳定币值　　D．抑制物价上涨
E．促进产业结构调整

5．实行外汇管理的官方机构一般有(　　)。
A．国家外汇管理局　　B．国家行政部门
C．中央银行　　D．中央银行指定的商业银行

二、填空题

1．外汇管制的对象包括(　　)、(　　)、(　　)、对行业和对国别等。

2．实现了经常项目下的货币可兑换的国家即承担了国际货币基金组织协定(　　)所规定的义务，成为国际货币基金组织协定的(　　)。

3．我国设立的外汇管理专门机构是(　　)。

4．目前人民币正在逐步实现(　　)项目下的可兑换，最终使人民币称为可以完全自由兑换的国际货币。

5．我国1994年的外汇管理体制改革建立了以市场供求关系为基础的、(　　)、(　　)浮动汇率制度。

三、判断题

1．各国的外汇法令一般将人区分为公民和非公民。　(　　)

2．复汇率是外汇管制的一种表现。　(　　)

3．外汇管制是指国家通过各种措施限制外汇的流出。　(　　)

4．外汇管制无助于外汇失衡的消除和国际收支问题的根本解决。　(　　)

5．我国1994年的外汇管理体制改革实现了人民币经常项目下可兑换。　(　　)

四、思考题

1．简述外汇管制的产生和发展。

2．外汇管制的作用有哪些？

3．何谓货币自由兑换？

4．1994年我国外汇管理体制改革主要有哪些措施？

5．实现完全的货币自由兑换需要满足哪些条件？

6．逃汇、套汇各包括哪些内容？

五、案例分析

阿根廷加强外汇管制：严格控制企业或居民购汇

阿根廷政府为了遏制资金外流和抢购美元，从 2011 年 10 月 31 日起，实施一系列新的外汇管制措施，进一步严格控制企业或居民购买外汇。

根据阿根廷经济部和联邦公共收入管理局公布的措施，从 2011 年 10 月 31 日起，阿根廷将停止通过互联网、自动提款机和电话银行进行外汇交易，所有外汇交易必须到银行或货币兑换所的柜台进行。

所有外汇交易都在联邦公共收入管理局的控制之下。购买外汇者需要首先提交申请，提供企业或者个人的税务登记号码、工资收入单，说明购买外汇的用途，联邦公共收入管理局将根据申请者的财产申报和税务记录决定其是否具备购买外汇的资格，以及可以购买外汇的额度。

阿根廷前经济部长表示，阿根廷政府采取上述措施的目的是提高外汇交易的透明度，打击外汇投机、税务欺诈和洗钱犯罪，具备购汇资格的机构和民众仍然可以顺利购买美元，而且每个月购汇的最高上限也没有变化。

分析人士指出，阿根廷政府的外汇管制措施升级反而会激发居民对美元的需求，造成外汇“黑市”的汇率上升，并加剧资金出逃。

最近一周来，阿根廷政府接连出台了一系列强化外汇管制的措施，以遏制愈演愈烈的抢购美元风潮。措施包括强制石油和矿产品企业的出口在阿根廷国内结汇；对每年购汇超过 25 万美元的企业和个人进行严格限制；要求外国居民使用自有外汇在阿根廷购买不动产等。

根据布宜诺斯艾利斯城市银行提交的报告，最近一年来从阿根廷流出的资金已经达到了 220 亿美元，仅今年 10 月的资金外流额就达到了 37 亿美元。最近两个月来，阿根廷央行几乎每天都要在外汇市场上抛售外汇储备，以维持汇率的稳定，避免本币大幅贬值。目前，阿根廷央行的外汇储备已经下降到 475 亿美元，跌至最近一年半来的最低。

问题：

结合案例，对外汇管制的利与弊进行比较分析。

第6章 国际储备

教学目标

通过本章的学习，重点掌握国际储备、国际清偿力、国际货币基金组织的储备头寸、特别提款权等基本概念；掌握国际储备的构成和作用；掌握影响国际储备规模的因素及结构管理的内容；了解国际储备体系的演变及多元化；能够运用所学知识分析我国国际储备问题。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际储备概述	重点掌握国际储备概念、特征、构成及作用	(1) 国际储备特征 (2) 国际储备的构成 (3) 国际清偿力与国际储备 (4) 国际储备的作用
国际储备的管理	掌握影响国际储备规模的因素和国际储备结构管理的原则	(1) 国际储备的总量管理 (2) 国际储备的结构管理
国际储备体系	了解国际储备体系的演变、多元化及前景	(1) 国际储备体系的多元化及原因 (2) 国际储备体系多元化的优缺点 (3) 国际储备体系的前景
我国的国际储备	了解我国国际储备的概况	(1) 我国国际储备概述 (2) 我国外汇储备的总量管理 (3) 我国外汇储备的结构管理



导入案例

1997 年发端于泰国，后波及马来西亚、菲律宾、印度尼西亚及新加坡等国的东南亚货币危机令全球震惊。东南亚各国之所以发生货币危机，原因是多重的。其中一个重要原因，就是国家外汇储备相当有限和货币危机爆发后动用储备政策的失误。泰国在 1996 年 2 月外汇储备为 387 亿美元，这些外汇储备还是泰国通过高利率政策(1996 年泰国的优惠利率一直处于 13.25%的高水平，是亚太地区利率最高的国家之一)吸引外资流入形成的。1997 年 2～5 月，为稳定泰铢，泰国曾动用了不多的外汇储备中的 60 亿美元，外汇储备总额进一步减少。东南亚其他国家(除新加坡外)外汇储备也十分有限，如马来西亚中央银行拥有的外汇储备至 1997 年 6 月底也仅为 283.5 亿美元，印度尼西亚至 1997 年 3 月，外汇储备仅 199 亿美元。由于东南亚国家外汇储备普遍不足，因此，当货币危机来临，本币受到强大的外汇投机力打击时，便没有足够的能力捍卫本国的货币。再加上货币危机发生时，面对投机攻势，这些国家的中央银行又不顾实力，不断地动用外汇储备干预市场，结果因外汇储备不足导致干预效果低微，不仅没有达到打击投机活动的目的，反而使储备资产遭受损失。

(资料来源：张米良，郭强. 国际金融[M]. 哈尔滨：哈尔滨工业大学出版社，2010.)

基本概念

国际储备　国际清偿力　外汇储备　普通提款权　特别提款权　自有储备　借入储备　诱导储备　备用信贷　借款总安排　互惠信贷协议　国际储备体系　比例分析法　一级储备　二级储备　三级储备

6.1 国际储备概述

国际储备(international reserves)是一国货币当局为弥补国际收支逆差、维持本国货币汇率的稳定及应付各种紧急支付而持有的、为世界各国所普遍接受的资产。

6.1.1 国际储备的特征

一个国家用于国际储备的资产，通常被称作国际储备资产。国际储备资产一般应该具备的特征如下。

1. 普遍接受性

国际储备资产应该是世界各国在事实上普遍承认、接受和使用的资产，如果一种金融资产仅在小范围或区域内被承认、接受和使用，尽管这种资产也具备兑换性和充分流动性，仍不能称为国际储备资产。

2. 充分流动性

国际储备资产必须具有充分流动性，各国政府或货币当局必须能无条件地获得并在必要的时候动用这些资产。

3. 自由兑换性

作为国际储备的资产必须可以与其他金融资产形式之间自由兑换，充分体现储备资产的国际性。若无自由兑换性，这种储备资产在国际间就不能被普遍接受，也就无法用于弥补国际收支逆差及发挥其他作用。

4. 官方持有性

国际储备资产必须是中央货币当局直接掌握并予以使用的，非官方金融机构、企业及私人持有的黄金、外汇等资产，不能算作国际储备。这个特性使国际储备与国际清偿力区分开来，也正是如此，国际储备也称为官方储备。

6.1.2 国际储备的构成

在不同的历史时期，充当国际储备的资产种类有所变动。二战以前，黄金和可以兑换黄金的外汇构成了各国的国际储备。二战以后，国际货币基金组织先后给会员国提供两类资产用以补充会员国的国际储备。因此，国际货币基金组织会员国的国际储备一般可以分为黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权 4 种类型。

1. 黄金储备

黄金储备，是指一国货币当局持有的货币性黄金。在金本位制度下，黄金储备是国际储备的典型形式。在布雷顿森林体系时期，黄金是重要的国际储备形式。在 1978 年，国际货币基金组织实行黄金非货币化政策，黄金在国际储备中的地位显著下降。目前，黄金已不能直接用于国际支付。但是，它可以在黄金市场上出售，换成可用于国际支付的货币。从目前各国的情况来看，黄金在各国国际储备中已降到二线储备地位。

虽然黄金作为国际储备的地位不断下降，但是国际货币基金组织在统计和公布会员国国际储备时，依然把黄金储备列入其中，主要原因是黄金长期以来一直被人们认为是一种最后的支付手段，它的贵金属特征使它易于被人们所接受，加之世界上存有发达的黄金市场，各国货币当局可以方便地通过出售黄金来获得外汇以平衡国际收支的差额。

目前，世界各国计算黄金储备价值的方法是多种多样的，包括按重量计算，按 1 盎司黄金折 35 特别提款权的固定比例折算，按某一时期黄金市场的加权平均价格计算。世界各国货币当局持有的黄金储备总额一直在 10 亿盎司左右波动。按 1 盎司黄金折 35 特别提款权的固定比例，1994 年它占国际货币基金组织会员国国际储备的 7.04%。

2. 外汇储备

外汇储备是指一国货币当局所持有的可兑换货币和以其表示的支付手段和流动性资产。外汇储备是当今国际储备的主体，是因为就金额而言，它超过所有其他类型的储备。而充当国际储备资产的货币必须具备下列条件：①能自由兑换成其他储备货币；②在国际货币体系中占据重要地位；③其购买力必须具有稳定性。而这些条件是以该国的经济实力为基础的。

最早充当国际储备资产的货币是英镑。20 世纪 30 年代后，由于美国经济实力的上升，英镑和美元共同成为国际储备货币。二战后，由于美国的力量空前膨胀，英国势力削弱，美元就取代了英镑成为最重要的国际储备货币。从 70 年代开始，随着固定汇率制的崩溃，外汇储备开始走向多元化。目前充当外汇储备的主要货币有美元、日元、欧元等。

由于外汇储备是国际储备的主体，因此，就全球而言，外汇储备供给状况直接影响到世界贸易和国际经济往来能否顺利进行。供给太少，很多国家被迫实行外汇管制或采取其他不利于国际经贸活动顺利开展的措施。反之，若供给太多，又会增加世界性通货膨胀的

压力。因此外汇储备的供应如何在总体上保持适量，是国际金融研究的一个重要课题。

3. 在国际货币基金组织的储备头寸

国际货币基金组织犹如一个股份制性质的储蓄互助会。当一个国家加入国际货币基金组织时，须按一定的份额向该组织缴纳一笔钱，我们称之为份额。按该组织的规定，认缴份额的25%须以可兑换货币缴纳，其余75%用本国货币缴纳。当成员国发生国际收支困难时，有权以本国货币抵押的形式向该组织申请提用可兑换货币。提用的数额分为5档，每档占其认缴份额的25%，条件逐渐严格(也即成员国可以最高得到份额的125%的贷款)。由于第一档就等于该会员国认缴的可兑换货币额，因此，条件最为宽松。在实践中只要提出申请便可提用这一档金额，该档提款权为储备部分提款权，其余4档为信用提款权。

所谓储备头寸，就是指该国在国际货币基金组织的储备档头寸加上债权头寸。储备档头寸又称“储备档贷款”，是指会员国以储备资产(黄金、外汇、特别提款权)向国际货币基金组织认缴的那部分资金，其额度占基金组织分配给该国配额的25%。而债权头寸又称“超黄金档贷款”，是指国际货币基金组织因将某一会员国的货币贷给其他会员国使用而导致其对该国货币的持有量下降到不足该国本币份额的75%的差额部分及会员国在国际货币基金组织超过份额的贷款部分(最高为份额的125%)。会员国在国际货币基金组织的储备地位及可能的借入储备见表6-1。

表6-1 会员国在国际货币基金组织的储备地位及可能的借入储备

会员国在国际货币基金组织的储备地位	向国际货币基金组织提供的可兑换货币贷款余额 第一档(储备头寸)提款权：占份额25%	会员国在国际货币基金组织的普通提款权
会员国在国际货币基金组织的可能借入的储备	第二档(信用)提款权：占份额25% 第三档(信用)提款权：占份额25% 第四档(信用)提款权：占份额25% 第五档(信用)提款权：占份额25%	提用条件逐档严格

4. 特别提款权

特别提款权是国际货币基金组织创设的一种储备资产和记账单位，亦称“纸黄金”(paper gold)。它是国际货币基金组织分配给会员国的一种使用资金的权利。会员国在发生国际收支逆差时，可用它向国际货币基金组织指定的其他会员国换取外汇，以偿付国际收支逆差或偿还国际货币基金组织的贷款，还可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。但由于其只是一种记账单位，不是真正的货币，使用时必须先换成其他货币，不能直接用于贸易或非贸易的支付。因为它是国际货币基金组织原有的普通提款权以外的一种补充，所以称为特别提款权。

特别提款权是1969年在国际货币基金组织第24届年会上创设的新的国际储备资产，实质上是补充原有储备资产的一种国际流通手段。它是国际货币基金组织分配给会员国的在原有的一般提款权以外的一种资金使用权利。

特别提款权在创设时，以黄金定值，1特别提款权折0.888 671克纯金，或1盎司黄金折35特别提款权。从1974年7月1日起，特别提款权定值与黄金脱钩，改用一揽子16种货币作为定值标准；1981年1月1日又改用美元、德国马克、日元、法国法郎和英镑5种货币作为定值标准。

在 1996 年 1 月，规定的特别提款权价值计算权数是美元 39%，德国马克 21%，日元 18%，英镑和法国法郎各为 11%。欧元诞生后，国际货币基金组织对特别提款权的定值币种和比重做出了相应的调整。2005 年 12 月 30 日，国际货币基金组织调整了特别提款权中定值币种的比重，美元的比重调整为 44%，欧元为 34%，日元为 11%，英镑为 11%。特别提款权的价值每日计算，并且以美元列示。计算方法是根据美元、欧元、日元及英镑这 4 种货币与每日中午在伦敦市场所报汇率计算等值美元总额，所得即为特别提款权的价值。

特别提款权具有以下特点。

(1) 它是一种以黄金保值的记账单位，不能直接用于国际贸易支付和结算，也不能直接兑换成黄金。

(2) 它属于国有资产，只能由会员国货币当局持有，并且只能在会员国货币当局和国际货币基金组织、国际清算银行之间使用。非官方金融机构不得持有和使用。

(3) 它与普通提款权不同，是无附带条件的流动资金。特别提款权是根据各会员国在国际货币基金组织中分到的配额比例进行分配的。

6.1.3 国际清偿力与国际储备

与国际储备容易混淆的概念是国际清偿力(international liquidity)。国际清偿力是指一国直接掌握或不直接掌握，但在必要时可以用以调节，支持本国货币对外汇率安排及清偿国际债务的一切国际流动资金与资产。它不仅包括货币当局持有的各种国际储备资产，而且包括该国从国际金融机构和国际资本市场融通资金的能力、该国商业银行所持有的外汇、其他国家希望持有这个国家资产的愿望，以及该国提高利率时可以引起资金流入的程度等。

国际清偿力亦被称为广义的国际储备，它可划分为自有储备、借入储备和诱导储备。通常所讲的国际储备被称为狭义的国际储备，即是指自有储备，包括货币性黄金、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权四大组成部分；借入储备则由备用信贷、借款总安排、互惠信贷协议等几种形式组成；诱导储备主要指商业银行的对外短期可兑换资产。

1. 备用信贷

备用信贷(stand-by credit)是国际货币基金组织会员国在国际收支已经发生困难或将要发生困难时，同国际货币基金组织签订的一种备用借款协议，协议的内容主要包括借款额度、使用期限、利率、分阶段使用的规定、币种等。协议签订后，会员国在需要时即可使用，对于未使用的款项，需缴纳 1% 的年管理费，未使用的部分，计入借入储备。备用信贷协议的签订，使政府干预外汇市场的能力得到了加强，在一定程度上可影响外汇市场上交易者和投机者的心理，因此，即使会员国不完全使用或根本不使用，协议签订本身都能起到调节国际收支和汇率的作用。

2. 借款总安排

借款总安排(general agreement to borrow)又称借款总协定，是另一种信贷来源。是国际货币基金组织同 10 个工业发达国家(即十国集团)于 1962 年共同设立的一种特别贷款项目。借款总安排的资金来自 10 个参加国，各国认缴的份额取决于各自的经济、财政实力及国际货币基金组织对其货币的需求。借款总安排签署初期，基金总额相当于 60 亿美元，其中美

国占总额的 33.33%，居十国之首，其次是英国和联邦德国，各占 16.66%。1983 年 2 月，总安排基金额度重新调整，额度改用特别提款权计算，总额增加到 170 亿特别提款权，并于 1984 年吸收瑞士作为该集团的正式会员国，同时同意沙特阿拉伯作为联系国，联系的信贷额度为 15 亿特别提款权，共计为 185 亿特别提款权。借款总安排现已成为国际货币基金组织增加对会员国贷款所需资金的一种重要来源，其中国际货币基金组织担任贷款中介的角色。然而，这种贷款设施并不能成为会员国扩大国际清偿力的永久源泉，一旦会员国归还贷款，国际储备仍恢复到原来水平。

3. 互惠信贷协议

互惠信贷协议(swap arrangements)是指两个国家签订的互相使用对方货币的协议。协议一经签订，如果其中一国发生国际收支等困难，便可按事先约定的条件自动地使用对方的货币。此种协议和备用信贷协议具有相同的性质，都属于借入储备，并且可以随时使用，但两者又存在着一定的区别：互惠信贷协议和支付协议是双边的，只能用来解决协议国之间的收支差额问题，而备用信贷协议是多边的，可以用做与第三国进行收支差额的清算。美国在 20 世纪 60 年代分别同十多个国家签订过双边互惠信贷协议，以期减缓当时外汇市场上对美元的压力。

4. 商业银行的对外短期可兑换货币资产

本国商业银行的对外短期可兑换货币资产，尤其是在离岸金融市场(offshore finance market)或欧洲货币市场上的资产，虽然其所有权和使用权不属于政府，也未被政府所借入，但因为这些资金流动性强、对政策的反应十分敏感，故政府可通过政策的、新闻的、道义的手段等来诱导其流动方向，因此可以间接地起到调节国际收支的作用。故这些资产又被称为诱导性储备资产。

总的来说，国际清偿力包括国际储备、借入储备及诱导储备资产之和，见表 6-2。

表 6-2 国际清偿力分解

国际清偿力的构成要素		
自有储备 (国际储备)	借入储备	诱导储备 (借入储备的广义范畴)
1. 黄金储备 2. 外汇储备 3. 在 IMF 的储备头寸 4. 特别提款权	1. 备用信贷 2. 借款总安排 3. 互惠信贷协议 4. 其他类似的安排	商业银行的对外短期可兑换货币资产

总之，从内容上看，国际清偿力除了包括该国货币当局直接掌握的国际储备资产外，还包括国际金融机构向该国提供的国际信贷及该国商业银行和个人所持有的外汇和借款能力。因此，国际清偿力的范围要比国际储备大；从性质上看，国际储备是一个国家货币当局直接掌握持有的，其使用是无条件的。而对于其他的国际清偿力的构成部分的使用，通常是有条件的。因此，从总体来讲，可以认为一个国家国际清偿力的使用是有条件的；从两者数量关系上看，一个国家的国际清偿力是该国政府在国际经济活动中所能动用的一切外汇资源的总和，而国际储备只是其中的一部分。

6.1.4 国际储备的作用

1. 弥补国际收支逆差，平衡国际收支

调节国际收支是一国政府持有国际储备的首要作用。当一国发生国际收支逆差时，政府可采用各种国内经济调整政策或直接动用国际储备来平衡。当国际收支为暂时性逆差时，则可通过使用国际储备来解决，而不必采取影响整个宏观经济的财政和货币政策。也就是说，通过动用外汇储备来弥补国际收支赤字所造成的外汇供求缺口，能够使国内经济免受采取财政和货币政策产生的不利影响，有助于国内经济目标的实现。如果国际收支困难是长期的、巨额的或根本性的，这时国际储备仍可以作为辅助措施，为财政和货币政策的实施提供必要的缓冲，避免过快的调整措施所造成的国内经济震荡，使政府部门有时间渐进地推进其财政和货币政策。

2. 干预外汇市场，维持本币汇率的稳定

在 1973 年 2 月普遍推行浮动汇率以后，尽管理论上各国央行不再承担维护汇率稳定的义务，汇率随行就市，但由于汇率频繁波动会对本国的经济造成较大的影响，实际上，各国为了本国利益，使本币汇率稳定在所希望的水平上，都或多或少、或明或暗地动用国际储备对本币汇率进行干预。当外汇汇率上升、本币汇率下跌超出政府的目标界限时，货币当局就抛出外汇储备(增加外汇供应)，购入本国货币，从而抑制本国货币汇率下跌或使本国货币汇率上升；相反，当本国货币汇率上升时，就增加市场上本币的供应，购买外汇，从而抑制本国货币汇率的上升。可见，国际储备是一国维持其货币汇率稳定的“干预资产”，一国持有国际储备的多少表明该国干预外汇市场和维持汇率稳定的实力，充足的国际储备是支持和加强本国货币信誉的物质基础。

3. 充当本国对外举债和偿债能力的信用保证

国际储备是反映一国偿债能力的主要指标。国际储备较多的国家举债能力较强，它减少了外国债权人向该国贷款的风险，也使该国能够以较为优惠的条件利用外资。目前，国际上有专门机构和金融杂志定期对各国举债资信进行评定，以便确定贷款的安全系数。这种评估一般包括目标国家的经常项目收支的趋势、到期还本付息额占该国当年出口收入的比重和国际储备状况等。

4. 维持一国内部平衡

所谓内部平衡是指一国实现了充分就业并保持物价稳定。一国拥有充足的国际储备，对维持和实现本国经济的内部平衡有着非常重要的作用。例如，当一国出现了通货膨胀时，该国可以动用国际储备，通过扩大进口和适当减少储备的办法，增加流通中的商品总量，回笼本国货币，缓解通货膨胀的压力，而不必采取紧缩性的财政货币政策。

6.2 国际储备的管理

国际储备管理是指一国政府及货币当局根据一定时期内本国国际收支状况及经济发展要求，对国际储备的适度化、结构的最优化及储备资产运用的高效化等方面所进行的调节

与控制。一般讲，国际储备管理主要集中于国际储备的总量管理(水平管理或规模管理)和结构管理两个方面。

6.2.1 国际储备的总量管理

国际储备的总量管理就是对国际储备规模进行有效的选择与确定，故也称国际储备的规模管理。国际储备量过多或过少，对一国经济的发展都有不良的影响，因而，能够确定适度的国际储备量是至关重要的。

1. 确定适度国际储备量的意义

一国持有的国际储备并非越多越好。首先，国际储备数量过多会造成资源的浪费。持有国际储备具有一定的机会成本，即该国放弃了将它转化为进口生产资料等实际资源所可能获得的收益。从理论上讲，国际储备过多，就是国际储备本身给该国带来的边际收益低于储备增量的机会成本。其次，采取特定政策片面追求高储备的过程中可能出现一些消极影响。

一国持有的国际储备量过少也会使该国蒙受损失。首先，这意味着资源配置的扭曲，因为国际储备量过少，就是持有国际储备的边际收益高于储备增量的机会成本。其次，政府缺乏足够的外汇平准基金，本币汇率难以稳定，增加了国际贸易和金融活动中的风险。再次，该国可能面临偿债困难，在利用外资时，缺乏国际信誉。最后，由于该国缺乏国际清偿能力，在受到各种冲击时可能付出格外沉重的代价。

2. 确定适度国际储备量的参考指标

在长期实践中，一些学者通过研究计算得出一些可信的数据；某些金融机构通过考察发现货币当局采取的某些特定举措，均可以作为确定国际储备量是否适度的参考指标。这些参考指标或举措如下。

1) 国际储备/进口额：25%

美国经济学家罗伯特·特里芬(Robert Triffin)在其1960年出版的《黄金与美元危机》一书中指出：一国的国际储备应与其贸易进口额保持一定的比例关系，根据他的验证，认为一国的国际储备与进口额的比例一般以40%为合理，低于30%就需要采取调节措施，而20%则为最低限。如按全年储备对进口额的比例计算，约为25%左右，即一国储备量应以满足3个月进口用汇为宜，这一指标成为大多数国家确定储备适度量的重要参考。但是，这一参考指标也存在明显缺陷，因决定国际储备量包含许多变量函数，它不仅受进口额制约，还受出口、非贸易往来、资本流动等因素的影响，仅将进口额作为唯一的变量，过于笼统和机械，有失偏颇。各国具体情况不同所需储备水平也不同，以一个指标适用于不同类型的国家是不适宜的。因此各国可以其作为参考，仍需结合具体情况加以估算确定。

2) 国际储备/外债：50%

一国国际储备占外债总额的比例是衡量一国资信和对外清偿力的重要指标。这项指标是从满足国际社会对国内经济要求角度而设计的，国际经济界认为：一般国际储备应相当于该国对外债务总额的1/2为宜。但这一观点也有缺陷，它只注意了外债的总额，忽视了外债的期限结构。一个国家的外债有长期、中期和短期之分。如果短期外债比重大，短期内还本付息所需的外汇就多，国际储备就应多些；如果中长期债务比重大，则短期内国际储备量就可以少些。

3) 适度国际储备区间：下限为经常储备量，上限为保险储备量

国际储备的区间波动在理论上分为 4 种储备：一为最低储备量，是指当一国国际收支逆差，如只利用调节政策与对外融资时，则国际储备为零；二为最高储备量，是指一国国际收支逆差、汇率波动剧烈时，该国不利用调节政策与对外融资政策，而完全依靠国际储备来调节国际收支与维持汇率的稳定所需的储备量；三为保险储备量，是指一国既能满足国际收支逆差的弥补，又能保证国内经济增长所需的实际资源投入的储备量；四为经常储备量，是指保证一国正常经济增长所需进口不致因储备不足而受影响的储备量。据此，适度储备量可作一个区间，即以保证一国最低限度进口贸易总量所需的储备量(经常储备量)为下限；以一国经济增长幅度最大时可能出现的进出口贸易量与其他国际支付所需的储备量(保险储备量)为上限，在此区间内各国货币当局进行灵活管理，优化配置。

适度国际储备量的测定指标从不同的侧面加以论证，在理论与实践上很难达成一致，也很难适用于经济发展水平不同的所有国家，因此，国际货币基金组织在评估会员国时，认为一国实行下列举措即被视为储备不足：①在国内实行高利率政策，其目的在于抑制资本外流，鼓励国际资本流入；②加强对经常项目下收支与资本项下支出的管制，以减少国际收支逆差的增加；③将加大储备的积累作为经济政策实施的主要目标；④持续的对外汇率不稳；⑤新增的储备不是来自经常项目下收入与资本投资的增加，而是来自对外借款。与此同时，国际货币基金组织还采取历史分析法，利用实际储备增减趋势、特里芬的“国际储备/进口额”比率等指标加以综合测评，来确定会员国的适度储备规模。

3. 影响一国国际储备总量的因素

1) 持有国际储备的成本

持有国际储备实际是成本与收益的统一。持有储备显然具有持有效益，如弥补国际收支逆差、干预汇率等，而且储备资产首先是一种外汇资产，存放在外国银行也有利息收入。同时，储备资产又是一种外国实际资源的象征，代表对国外资源的购买力，保持储备就减少了用于投入国内的资源，从而丧失了一定的国内投资收益率，这是持有国际储备的机会成本(opportunity cost)。由于外国银行存款、政府债券等形式的国际储备可带来一定的利息收益，所以一国持有国际储备的成本等于投资收益率和利息收益率之差。差额大，则成本高；反之，则成本低。成本高，则储备的需求量就相应低些；成本低，则储备需求量可相应高些。即一国储备需求与持有储备的成本呈负相关的关系。一般来说，发展中国家在经济发展中更多地受到资源约束的制约，进口资源(特别是设备、技术和重要原料)的投资收益率较高，从而持有国际储备的机会成本会高于发达国家。

2) 国际收支差额

国际储备的主要作用之一是弥补国际收支逆差，因此，一国的国际收支状况对该国的储备需求具有决定性影响。一般来说，一国国际储备需求与其国际收支逆差呈正方向变化，逆差出现的频率越高，数额越大，对国际储备的需求量也就越大。另一方面，一国若出现持续性国际收支顺差，对国际储备的需求就相应的逐渐减少。如果一国国际收支接近于平衡，则国际储备维持正常状况即可。

3) 国家信用等级与对外融资能力

一般来说，一国有良好的对外信誉和形象，对外融资能力强，可以在必要时较容易或

迅速地筹措到外汇资金，可持有较少的国际储备；反之则应持有较多的国际储备。这里需要注意，从发展中国家来看，由于其对外资信较差，融资能力较弱，在国际金融市场上并不易得到所需要的资金，这是制约发展中国家发展的一个重要问题。目前在发展中国家有 3 种解决措施：一是吸引外商直接投资；二是签订区域性或多边互惠信贷协议；三是尽量争取国际货币基金组织和世界银行的支持。

4) 国际收支自动调节机制和调节政策的效率

一国发生国际收支逆差时，该国的自动调节机制和政府的调节政策的效率也影响储备需求。例如，收入机制、价格机制、利率机制等都是自动调节机制，如果这些调节机制效率低，则国际收支的逆差就主要依靠国际储备(或政府政策)来解决。在这种情况下，国际储备需求自然就高。调节政策调节国际收支差额的效率越高，国际储备需求就越小；反之，政策调节效率越低，国际储备需求就越高。

5) 外汇管制与汇率制度的安排

如果一国经济开放度低，对外实行严格的外汇管制，一切外汇收支都按计划或需要经过批准，则用汇量必然受到限制，在这种情况下，对外汇需求就小；反之，对外汇需求就大些。与外汇管制相关的一个措施，便是一国对汇率制度的安排，储备需求与汇率制度有密切关系，国际储备的一大作用就是干预汇率。如果一国采取固定汇率制度，并且政府不愿经常性地改变汇率水平，那么，相对而言它就需要持有较多的储备，以应付国际收支可能产生的突发性巨额逆差或外汇市场上突然爆发的大规模投机。反之，一个实行浮动汇率制的国家，其储备保有量就可以相对较低。

6) 金融市场的发达程度

金融市场是储备的重要来源渠道，发达的金融市场能够提供较多的诱导性储备，这些储备对利率和汇率等调节政策的反应比较灵敏。因此，金融市场越发达，政府保有的国际储备便可以相应减少；反之，金融市场越落后，调节国际收支对国际储备的依赖就越大。

7) 与他国政府或国际性金融组织的协调程度

如果一国与他国或国际性金融组织在经济、金融、货币等方面的协调合作较好，而且还可通过订立某些协议(如互惠信贷协议、备用信贷协议等)互为支持帮助，则可减少储备需求；反之，会增加储备需求。

8) 一国的经济发展状况

一国产业结构健全，并能适应国内外市场变化而及时调整，则可持有较少的国际储备；反之，则需较多的储备。发达国家可以用本国货币弥补其国际收支逆差，因此降低对储备的需求。而广大发展中国家，出口起伏与国际收支调节代价大，理应持有较多的国际储备。

9) 际资金流动状况

在现代条件下，这一因素是最为重要的。传统的衡量国际储备数量的主要分析手段是针对经常账户制定的，它们将国际储备的主要功能视为弥补进出口差额。而在国际资本流动非常突出的今天，国际储备对国际收支平衡的维持作用更主要地体现在抵消国际资金流动的冲击上。由于国际资本流动的规模非常大，为应对巨额的短期国际资本的流出入，其国际储备的数量需求就大大增加。但是，国际资本流动下的一国国际储备的合理数量还是一个探讨之中的问题。在 1997 年的亚洲金融危机中，部分国家运用国际储备与国际游资进行较量，力图以国际储备来维持其缺乏弹性的汇率制度，结果不仅国际储备几乎消耗殆尽，

而且还造成了金融危机的进一步恶化。由此，国际储备数量的适度性问题又在国际社会上引起争论。一种观点认为，尽管国际储备在维持僵化的汇率制度方面收效甚微，但对于维持经常性对外支付、保证经济正常运转方面依然具有十分重要的作用，特别是对维持与增强国际社会信心有良好的效果。另一种观点认为，面对数额巨大的国际游资，一国货币当局运用国际储备在外汇市场上实施干预的效果十分有限，而且，国际储备的过度增长会通过一国国内的货币机制引起基础货币乃至货币供应量的过度增长，从而对该国物价水平形成上涨压力，并借助开放经济条件下的各种传递机制使通货膨胀在世界范围内扩散与传递。

以上，我们列举了影响一国适度储备量的种种因素，这些因素有政治的、社会的，也有经济的，它们交互作用，使适度的国际储备量的确定复杂化。一般来讲，适度储备量的确定要综合考虑这些因素。

4. 测量最适度国际储备量的理论与方法

20 世纪 60 年代以来，随着国际经济的发展，国际储备在平衡国际收支、稳定汇率、提高国际借贷信誉等方面的作用日趋重要。1973 年，布雷顿森林体系崩溃，各国普遍实行浮动汇率制度。由于浮动汇率受外汇市场供求关系影响，波动频繁，各国不得不进一步提高对国际储备规模的重视程度，从而促进了国际储备规模理论的发展。当前关于国际储备需求量界定的方法和理论主要有以下几种。

1) 比例分析法

比例分析法是一种简单的测量储备需求量的方法。该方法就是采用国际储备与其他一些变量的比例水平和变化情况，来测算储备需求的最适度水平。

特里芬通过考察两次世界大战之间及二战后初期(1950—1957 年)世界上数十个国家储备资产的历史资料，并结合各国的外汇管制情况，发现储备需求随贸易增长而增加，并据此提出用国际储备量与进口额的比率来测度国际储备的充分性。 并于 1960 年在其著名的论著《黄金和美元危机》一书中，提出迄今仍有广泛影响的“一国储备量应以满足 3 个月的进口额为宜”的结论，即被人们所称道的“特里芬法则”。该法则的特点是把储备与进口这个变量联系起来，因此，亦称为储备－进口比例计算法。除了典型的储备与进口的比例法外，还有 20 世纪 80 年代中期兴起的储备与债务的比例法及储备对国民生产总值的比例法等。

比例法的最大优点是数据易于统计，计算简便易行；缺点是只能反映个别经济变量对储备需求的影响，而不能全面反映各种经济变量的影响，因此，计算结果不够精确，只能粗略地反映对储备需求的长期趋势。

2) 成本收益分析法

成本收益分析法又称机会成本分析法，它是建立在西方微观经济学边际成本分析理论基础之上的，是 20 世纪 60 年代以来西方一些学者用以研究适度储备需求量的一种新方法。它的主要代表人物是 H.R.海勒(H.R.Heller)和 J.P.阿加沃尔(J.P.Agarwal)。

成本收益分析法认为，一般情况下，国际储备的需求量与持有储备的机会成本成反比，与持有储备的边际收益成正比。持有储备的机会成本为运用外汇进口资源要素促进国内经济增长的边际产出(可采用国内投资收益率计算)。持有储备的边际收益则是运用储备弥补国际收支逆差，避免或推迟采用政策性调节措施，减少和缓解对经济造成不利影响的好处，

以及运用外汇购买国外有息资产的收益。只有当持有储备的边际收益等于持有储备的机会成本，从而带来社会福利最大化时，才是最适度储备量。

3) 货币供给决定论

货币供给决定论是货币主义学派哈里·约翰逊等经济学家提出的，该理论从货币供应角度来界定适度的国际储备量。这种理论认为：国际收支不平衡的本质上是一种货币现象，当国内货币供应量超过国内需求量时，多余的货币就会流向国外，从而引起现金余额的减少。所以，外汇储备需求主要由国内货币供应量的增减来决定的。

4) 储备需求函数

从 20 世纪 60 年代后半期开始，一些西方经济学家广泛采用各种经济计量模型，对影响储备需求的各种因素进行回归与相关分析，构成储备需求函数，用以确定一国的储备需求量。其特点是系统考察影响储备的各因素及其对储备需求的作用力的大小。储备需求函数有 3 个模式，即弗兰德斯模式、弗兰克尔模式、埃尤哈模式。

6.2.2 国际储备的结构管理

国际储备的结构管理是指各国货币当局对储备资产所进行的最佳配置，使黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权 4 部分储备资产持有量及其构成要素之间保持合理比例，以便分散风险，获取收益，充分发挥国际储备资产应有的作用。

1. 国际储备结构管理的原则

各国货币当局在进行储备结构管理中，应贯彻 3 项原则。

(1) 安全性。既要保持储备资产的安全、有效和价值稳定。影响这种安全性的主要因素是通货膨胀和汇率波动。例如，美国发生严重的通货膨胀和美元汇率下降，会使持有美元储备资产的国家蒙受损失。

(2) 流动性。即储备资产能及时转化为满足需要的各种国际支付手段，也即能随时变现，灵活调拨。各种储备资产的流动性有所不同，以美元活期存款形式持有的储备资产具有较高的流动性，因为美元支票是直接的国际支付手段。以黄金或外币有价证券形式持有的国际储备的流动性就不如美元活期存款，因其不是直接的国际支付手段，将它们转化为以外币为面值的汇票、支票、本票等国际支付手段需要一定的交易成本和时间。

(3) 盈利性。即在储备资产保值的基础上能够增值、创利。正常情况下，一国可预见到一定规模的对外支付，为了有较好的收益，则只需将部分储备资产以流动性较强的形式保存，其余则应以流动性差，但收益率较高的形式体现。

储备资产的安全性、流动性和盈利性之间存在着交替关系，即此消彼长的关系。一般说来，流动性越强，则盈利性越低；安全性较强，盈利性较差。例如，外币活期存款的流动性强于外币有价证券，但其盈利性不如后者；黄金储备从长期看有较强的保值功能，但持有黄金不能获取利息收入。安全性较强的其他资产风险较小，盈利性也会相应下降。由此可见，对国际储备的管理来说，货币当局应在保证安全性、流动性的前提下，争取较高的盈利。

2. 国际储备结构管理的内容

由于一国不能主动增减和调整普通提款权和特别提款权，因而国际储备资产的结构管

理主要是指黄金储备与外汇储备的结构管理、外汇储备的币种结构管理、外汇储备的资产形式的结构管理 3 部分。

1) 黄金储备与外汇储备的结构管理

由于黄金不能直接用于国际支付，而且金价波动较大，因而其流动性和安全性较低。此外，黄金既不能生息又需较高的仓储费，盈利性也较低。因此许多国家对黄金储备采取不再增加，基本稳定于原来水平的保守控制政策。而外汇储备在国际储备中居于绝对优势地位，本身具有流动性与安全性优势，盈利性也高于黄金储备。因此，许多国家在稳定或减少黄金储备的同时，主要突出对外汇储备的管理。

2) 外汇储备的币种结构管理

外汇储备的币种管理包括储备货币币种的选择和安排，调整各种储备货币在外汇储备中的比重及存放机构的选择等内容。

选择何种货币作为储备货币并确定其所占的比重，取决于下列因素，在贯彻结构管理三原则的同时，应与这些因素相衔接：①该国贸易与金融性对外支付所需币种；②该国外债的币种构成；③该国货币当局干预本国外汇市场所需币种；④各种储备货币的收益率；⑤一国经济政策的要求。

此外，货币当局尚需密切注意选择外汇存放机构，一定要选择资金雄厚、信誉卓著、国际上知名的大银行，以防止银行倒闭风险，落实安全性原则。

在做好货币币种安排时，还要密切注意当前美元、欧元和日元三大储备货币的汇率走势。为获取某些币种之间的汇率差价，在各币种之间可以调整，在掌握对外支付时间差的基础上利用外汇交易(如掉期交易)或衍生金融工具达到储备资产的保值、增值目的，这是贯彻流动性与盈利性原则的具体运用。

虽然美元在布雷顿森林体系解体后地位削弱了，但仍然是最主要的储备货币，多数国家都将美元作为其外汇储备的主体。但随着 2008 年源于美国次贷危机的全球金融危机的爆发，美国经济一直处于低迷，美元储备资产的风险也愈加明显，各国货币当局在坚持储备货币多元化管理的同时，逐渐降低美元在外汇储备中的比重。

3) 外汇储备资产形式的结构管理

外汇储备资产形式结构管理的目标是确保流动性与盈利性的恰当结合。由于国际储备的主要作用是弥补国际收支逆差，因而在流动性与盈利性中，各国货币当局更重视流动性。按照流动性的高低，外汇储备资产可分成 3 个部分。

(1) 一级储备资产。包括现金和准现金，如活期存款、短期国库券、商业票据等。这类外汇储备的流动性最高，盈利性最低，几乎没有风险。它主要用于一国经常性或临时性对外支付。

(2) 二级储备资产。主要指中期债券。这类储备的盈利性高于一级储备资产，但流动性较一级储备差，风险也较大。二级储备的管理以盈利性为主，兼顾适度的流动性和风险性。它主要作为补充的流动性资产，以应付临时、突发性等对外支付的保证。

(3) 三级储备资产。是指外国政府长期债券。这类储备的盈利性最高，但流动性最差，风险也最大。各国货币当局根据本国对外债务结构与期限可保有一定数量的三级储备。

至于流动性的这 3 个档次在储备资产中如何安排，应视各国的具体情况而定。大体来说，一国应当拥有足够的一级储备来满足储备的交易性需要。这部分储备随时可以动用，

充当经常性干预外汇市场的手段。一旦满足这种交易性需要，货币当局就可以将剩余的储备资产主要在各种二级储备与高收益储备之间进行组合投资，以期在保持一定的流动性条件下获得尽可能高的预期收益率。

6.3 国际储备体系

国际储备体系是指在一种国际货币制度下国际储备货币或国际储备资产的构成与集合的法律制度安排。这种安排的根本问题是中心储备货币或资产的确定及其与其他货币或资产的相互关系。

6.3.1 国际储备体系的多元化及原因

国际储备体系多元化是指国际储备体系由黄金、各种储备货币、在国际货币基金组织中的储备头寸和特别提款权等多种国际储备资产混合组成的。这种多元化是在国际储备体系的演变过程中，实际上就是中心货币或资产在国际经济交易中的延伸与扩大过程中，随着国际货币体系的变迁，从单元的储备体系逐步向多元的储备体系发展而形成的。

1. 国际储备体系的演变

1) 一战以前单元化的储备体系

在典型的金本位制度下，世界市场上流通的是金币。因此，国际储备体系单元化，其特点就是国际储备受单一货币支配。

由于金本位制度率先在英国实行(1816 年)，各国只是后来仿效，于是逐渐形成了以英镑为中心，金币(或黄金)在国际间流通和被广泛储备的现象。因此，在这个制度下的储备体系，又称黄金-英镑储备体系。在这个储备体系中，黄金是国际结算的主要手段，也是最主要的储备资产。

2) 两次世界大战之间过渡性的储备体系

一战后，典型的金本位制崩溃，各国建立起来的货币制度是金块本位制度或金汇兑本位制度。国际储备中外汇储备逐渐朝多元化方向发展，形成非典型性的多元化储备体系，不完全受单一货币统治。但由于该体系不系统、不健全，因此，严格地说是一种过渡性质的储备体系。当时，充当国际储备货币的有英镑、美元、法国法郎等，以英镑为主，但美元有逐步取代英镑地位之势。

3) 二战后至 20 世纪 70 年代初以美元为中心的储备体系

二战后，布雷顿森林货币体系建立了起来。美元取得了与黄金等同的地位，成为最主要的储备货币。这时的储备体系称为美元-黄金储备体系，其特点是储备受美元统治。

在这个体系中，黄金仍是重要的国际储备资产，但随着国际经济交易的恢复与迅速发展，美元成为最主要的储备资产。这是因为，一方面，当时世界黄金产量增加缓慢，产生了经济的多样化需要与黄金单方面似不应求的矛盾；另一方面，黄金储备在各国的持有量比例失衡，美国持有了黄金储备总量的 75%以上，其他国家的持有比例则较小。因此，在各国国际储备中，黄金储备逐渐下降，而美元在国际储备体系中的比例却逐渐超过了黄金而成为最重要的国际储备资产。例如，在 1970 年，世界储备中外汇储备占 47.8%，而美元

储备又占外汇储备的 90%以上。因此，从总体上看，这时期各国的外汇储备仍是美元独尊的一元化体系。

4) 20 世纪 70 年代后期至今的多元化储备体系

布雷顿森林货币体系崩溃后，国际储备体系发生了质的变化。这表现在储备体系完成了从长期的国际储备单元化向国际储备多元化的过渡，最终打破了某一货币如美元一统天下的局面，形成了以黄金、外汇、特别提款权、储备头寸构成的一种典型性的国际储备体系。其特点是国际储备受多种硬货币支配，多种硬货币互补互衡，共同充当国际间的流通手段、支付手段和储备手段。

2. 多元化储备体系形成的原因

1) 美元-黄金储备体系存在不可解决的内在矛盾

在美元-黄金储备体系下，各国美元储备的增长有赖于美国的国际收支持续地出现逆差。各国美元储备增加得越多，美国所积累的国际收支逆差和对外短期负债就越多。尽管美国可以用黄金储备抵偿一部分债务以维持美元的信用，但黄金储备再多也是有限的，不可能保证各国不断增长的美元储备与黄金的兑换。当美国黄金储备不断减少，不足以为美元提供信用保证时，就会发生美元的信用危机。然而，如果美国为了稳定美元而保持国际收支的平衡，又会减少各国国际储备的来源，引起国际清偿能力不足的问题。这种“国际流动性困境”即所谓的“特里芬难题”(美元-黄金储备体系固有的内在矛盾)是美元-黄金储备体系下无法克服的内在矛盾。

为了解决“特里芬难题”，国际货币基金组织于 1969 年 10 月正式通过了美国提出的创设特别提款权的方案，试图以此作为国际储备资产的补充，减轻不断增长的国际储备需求对美元的压力，缓和美元危机，并希望通过扩大特别提款权的分配和使用，将来取代美元的中心储备货币地位。然而，由于特别提款权的信用保证尚待考验，其使用范围和发行数额有限、分配办法与目的存在矛盾等问题，最终还是未能挽救美元危机和布雷顿森林体系。

黄金储备的迅速流失使得美元的信用保证大大削弱，不可避免地引发了美元危机。在愈演愈烈的美元危机情况下，1971 年美国政府被迫停止美元与黄金的兑换性，从而导致了布雷顿森林国际货币制度和美元-黄金储备体系的崩溃。

2) 日元、德国马克等货币地位的上升

随着战后日本、西欧经济的恢复与发展，相应地，这些国家的货币也被人们不同程度地看好而成为硬通货。当美元信用逐渐削弱而使美元危机迭生时，这些硬货币也就成了人们作为中心储备货币的最佳选择。因此，许多国家在预期到美元贬值时，就纷纷将美元储备兑换成日元、德国马克、瑞士法郎等硬货币，甚至还抢购黄金，从而使国际储备资产分散化和多元化。1979 年 11 月，美国对伊朗资产的冻结又加速了储备货币多元化的进程。石油输出国为避免储备美元的风险，将大量的石油美元从美国调往日本和欧洲，并兑换成日元、德国马克和其他硬货币。这样储备货币中美元的比重就不断下降，而其他硬货币的比重则不断增加。到 20 世纪 70 年代末期，国际储备构成已包括美元、英镑、法国法郎、瑞士法郎、荷兰盾、日元和欧洲货币单位及黄金等，一个新的、系统的、以多元化为特征的国际储备体系建立起来了。

3) 西方主要国家国际储备意识的变化

一个储备体系的建立，除必须具备一定的客观条件外，还必须具备一定的主观条件，这个主观条件主要是指各国对国际储备的意识。多元化国际储备的形成很大程度上是受这一意识的变化推动的，表现在以下方面。

(1) 美国愿意降低美元的支配地位。战后美国一直坚持维护美元在储备体系中的垄断地位，这样，美国既可借助于储备货币发行国这个优势，用直接对外支付美元来获得巨大的铸币利差，也可以用美元大量发放贷款或进行投资，获取高额利息，甚至控制其他国家的经济，还可以通过美元的储备货币地位提高美国在国际货币金融事务中的决定作用，影响甚至支配国际金融形势的发展。但 20 世纪 70 年代以来，因美元危机对内外经济造成巨大的压力，迫使美国改变意识，表示愿意降低美元的支配地位，同各国分享储备中心货币的利益。

(2) 联邦德国、日本等硬货币国家愿意把本国货币作为中心储备货币。这些国家最初是不愿本国货币成为中心储备货币的。因为一旦成为中心储备货币，就成为储备货币发行国，它虽然可获得一定的好处，但必须对外完全开放国内金融市场，对资本输出入也不加任何限制，这样就会影响国内的货币政策乃至经济发展。同时任何一国货币作为储备货币都会遇到"特里芬难题"，即随着储备货币发行量的增长，其信用保证必然下降，进而影响货币汇率。但自 1979 年遭到第二次石油危机冲击后，这些国家改变了态度，放松了对资金的管制，鼓励外资内流及外国中央银行持有本国货币的增加，加速了这些货币作为国际储备货币的进程。

(3) 保持国际储备货币的价值。1973 年开始，浮动汇率制度成了国际汇率制度的主体，随之而来的是汇率剧烈波动，且波幅很大。为了防止外汇风险，保持储备货币的价值，各国就有意识地把储备货币分散化，以此分散风险，减少损失。这种主观保值行为也推动了国际储备体系走向多元化。

6.3.2 国际储备体系多元化的优缺点

1. 国际储备体系多元化的优点

(1) 世界国际储备总额大大增加，缓解了储备资产供应不足的矛盾。

在多元化的储备体系下，国际储备的增长不再完全依赖美元，而是同时以几个国家的货币作为储备货币，当美元供应不足时可以通过其他储备货币的供应来满足对国际储备资产的需求，还可以通过扩大特别提款权的分配来增加国际储备总额。因此，世界国际储备增长很快，基本上满足了国际经济发展对储备增长的需求。

(2) 减轻了美元危机带来的风险，有利于保持外汇储备价值的稳定。

在以美元作为单一储备货币时，美元一旦贬值必然给各国的美元储备带来损失。而在多种储备货币并存的情况下，如果美元疲软，各国可抛售美元，换购其他坚挺的货币，还可以通过将国际储备分散摆布的办法来保持储备价值的相对稳定，从而增加了平衡头寸的灵活性，避免或减少了因单一持有美元而遭受贬值损失的风险。

(3) 打破了美元的霸权地位，有利于促进各国的国际金融合作。

多元化储备格局的形成，结束了美国在国际金融领域一统天下的格局，使各国经济不再过分地依赖美元，受制于美国经济。由于多种储备货币的互相竞争，任何一国都不能依

靠独霸储备货币发行国的地位，向别国强行转嫁通货膨胀和经济危机，从而有利于各国加强相互协商、合作和约束，共同管理解决国际经济和金融领域的重大问题。

2. 国际储备体系多元化的弊端

(1) 多元化储备体系仍然潜伏着储备货币的信用危机。

多元化储备体系的建立并没有真正解决“特里芬难题”。在国际储备增长依赖于几个而不是一个储备货币发行国的情况下，任何一个储备货币发行国的经济不稳定和国际收支持续大量逆差，都会削弱其货币的信用基础。如果某个储备货币发行国想要保持国际收支平衡，又必然会给其他储备货币增加压力。因此，这种储备体系仍然是脆弱和不稳定的，随着储备货币发行量的不断增长，仍有可能会导致储备货币的信用危机。

(2) 储备资产的分散化可能引起世界性的通货膨胀。

在储备资产分散化的情况下，国际储备具有一种无计划的盲目增长的趋势。例如，当日元趋于坚挺时，许多国家将美元兑换成日元。日本中央银行为了防止日元汇率上涨过高，就要干预外汇市场，抛出日元购进美元，从而增加新的储备。这种盲目增长的结果会使世界储备货币总额大量增加，产生了储备供应过多的不合理现象，并因此而引起世界范围的通货膨胀。

(3) 储备资产的频繁大量转移加剧了国际金融市场的动荡。

浮动汇率制度下各国汇率经常波动，国际金融市场变得动荡不定，多元化储备体系则进一步加剧了这种不稳定性。当某种储备货币坚挺时，大量其他的储备货币会竞相兑换成这种硬货币；而当某种储备货币变得疲软时，又会被大量地抛售出来，由此导致国际间大规模的资本移动，助长了外汇投机和国际金融市场的混乱。

(4) 多元化储备体系不利于一些国家经济的稳定和发展。

在多元化的储备体系下，没有一种储备货币能够长期保持坚挺和稳定。而不同储备货币地位的强弱变化，必然引起大量国际资本的盲目流动，给一些国家尤其是储备货币发行国的经济管理和宏观调控带来巨大困难，破坏其经济政策的效力，影响这些国家国民经济的稳定和发展。

(5) 储备资产的多元化和分散化加大了储备管理的难度。

在单一货币储备构成的情况下，各国只需根据一种货币的汇率变化安排储备资产的投资、统计核算储备资产的价值；而在多元化储备构成的情况下，每一种货币的汇率的变化及其影响因素，如国内经济状况和货币政策的改变等，都会在不同程度上影响储备资产的安全性、流动性和盈利性，要求各国随时对储备资产的结构和统计核算进行相应的调整，从而大大增加了储备管理的难度。

(6) 发达国家与发展中国家之间储备分配不合理。

在现行多元化储备体系下，国际储备的分配很不合理。一方面，少数发达国家的货币是储备货币，因而能够保持充足的国际清偿能力；而另一方面，大多数发展中国家却只持有很少的储备资产，其国际清偿能力匮乏的矛盾非常突出。为了扩大国际清偿能力，它们不得不向发达国家借债，接受沉重的剥削，以致陷入严重的债务危机。国际储备分配的这种不合理性反映了国际收支调节的不对称性。所以，广大发展中国家强烈要求改变目前的国际储备分配办法，建立一种新的平等合理的国际储备体系。

6.3.3 国际储备体系的前景

1. 黄金的地位

黄金非货币化的努力已告失败，黄金仍将作为一种重要的储备资产和最终的国际支付手段发挥作用，但其重要性将继续降低。

2. 特别提款权的地位

特别提款权仍将是重要的储备资产，但由于其内在缺陷，而且在储备体系中所占比重太小，很难在短期内发展成为中心储备货币。

3. 欧元的地位

欧洲货币一体化的成功，使得欧元在储备体系中的重要性大大增加，成为美元的强劲对手，并且为国际储备体系改革做出了有益的探索。

4. 美元的地位

尽管美元在目前仍然占有很大优势，但是世界经济多极化的发展，将使美元在储备体系中的地位进一步下降，不过日元等其他储备货币短期内也难以提高到与美元和欧元抗衡的地位。

因此，可以预见，在今后相当长的一段时期内，储备体系将出现美元与欧元两极抗衡的格局。但从长远来看，国际储备体系多元化的趋势将会继续发展，建立一个统一、稳定、平等、合理的国际储备体系仍将有待世界各国人民的长期努力。



美国、日本：双层次的储备管理体系

美国和日本采取由财政部和中央银行共同管理外汇储备的管理体系。

1. 美国的储备管理体系

美国的储备管理体系由美国财政部和美联储共同管理。美国的国际金融政策实际上是由美国财政部负责制定的，美联储则负责国内货币政策的决策及执行。在外汇储备管理上，两者共同协作，以保持美国国际货币和金融政策的连续性。事实上，从 1962 年开始，美国财政部和美联储就开始相互协调对外汇市场的干预，具体的干预操作由纽约联邦储备银行实施，它既是美联储的重要组成部分，也是美国财政部的代理人。从 20 世纪 70 年代后期开始，美国财政部拥有一半左右的外汇储备，而美联储掌握着另一半。

美国财政部主要通过外汇平准基金来管理外汇储备。其管理过程如下。

(1) 早在 1934 年，美国《黄金储备法》即规定美国财政部对外汇平准基金的资产有完全的支配权。目前，外汇平准基金由 3 种资产构成，包括美元资产、外汇资产和特别提款权，其中外汇部分由纽约联邦储备银行代理，主要用于在纽约外汇市场上投资于外国中央银行的存款和政府债券。

(2) 外汇平准基金在特殊情况下还可以与美联储进行货币的互换操作，从而获得更多可用的美元资产。此时，外汇平准基金在即期向美联储出售外汇，并在远期按照市场价格买回外汇。

(3) 外汇平准基金所有的操作都要经过美国财政部的许可，因为美国财政部负责制定和完善美国的国际货币和国际金融政策，包括外汇市场的干预政策。此外，美国外汇稳定基金要求财政部每年向总统和国会就有关外汇平准基金的操作作报告，其中还包括财政部审计署对外汇平准基金的审计报告。

美联储主要通过 FOMC 来管理外汇储备，并与美国财政部保持密切的合作。其管理过程如下。

(1) 美联储通过纽约联邦储备银行的联储公开市场账户经理作为美国财政部和 FOMC 的代理人，主要在纽约外汇市场上进行外汇储备的交易。

(2) 美联储对外汇市场干预操作的范围和方式随着国际货币体系的变化而变化。这可分为 3 个阶段：第一阶段是布雷顿森林体系时期，美联储更多的是关注黄金市场上美元能否维持平价，而不是外汇市场；第二阶段是 1971 年以后，浮动汇率制度开始形成，美联储开始积极干预外汇市场，当时主要采用和其他国家中央银行的货币互换的方式；第三阶段是 1985 年《广场协议》之后，美联储对外汇市场的干预很少使用货币互换，而是采取直接购买美元或外汇的方式进行。

2) 日本的储备管理体系

日本财务省在外汇管理体系中扮演战略决策者的角色。日本的储备管理体系由日本财务省负责，根据日本《外汇及对外贸易法》的规定，日本财务省为了维持日元汇率的稳定，可以对外汇市场采取各种必要的干预措施。而日本银行根据《日本银行法》的规定，作为政府的银行，在财务省认为有必要采取行动于预外汇市场时，按照财务省的指示，进行实际的外汇干预操作。

日本银行在外汇管理体系中居于执行者的角色。一旦开始进行对外汇市场的干预，所需资金都从外汇资产特别账户划拨。当需要卖出外汇时，日本银行主要通过在外汇市场上出售外汇资产特别账户中的外汇资产来实现；当需要买进外汇时，所需要的日元资金主要通过发行政府短期证券来筹集。通过大量卖出日元、买进外汇的操作所积累起来的外汇资产构成了日本的外汇储备。日本银行的外汇市场介入操作通常在东京外汇市场上进行，如有必要，日本银行也可向外国中央银行提出委托介入的请求，但介入所需金额、外汇对象、介入手段等都仍由财务大臣决定。日本银行主要通过金融市场局和国际局两个部门来实施外汇市场干预。其中金融市场局负责外汇市场分析及决策建议，并经财务省批准，而国际局则负责在财务省做出决定后，进行实际的外汇交易。

除了美国和日本采取双层次的外汇储备的管理体系以外，世界上还有许多国家和地区也采取同样的管理体系，如英国等。

(资料来源：孔立平. 外汇储备管理体系的国际比较与借鉴[J]. 金融教学与研究，2006(5).

6.4 我国的国际储备

6.4.1 我国国际储备概述

改革开放以前，我国实行计划经济，对外贸易规模主要由双边贸易协定确定，贸易收支接近平衡，在既无内债又无外债的原则支配下，国际资金流动甚少；兼以长期实行低价冻结的黄金管制政策，我国建立国际储备的必要性并不急迫。除有一部分经常项目下的外汇储备外，其他部分的储备资产尚为空白。自 1980 年我国正式恢复了在国际货币基金组织和世界银行的合法席位以后，随着我国改革开放的逐步深化，按国际惯例与有关部门要求统计报表的需要，我国建立了与国际接轨的储备资产，由黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权 4 部分构成。

我国的国际储备体系的基本情况如下。

1. 黄金储备

由于国民党在逃离大陆时将所搜刮的黄金都运去了台湾省，新中国成立之初几乎没有官方黄金储备。20 世纪 50 年代起，我国的黄金生产逐步恢复，1985 年生产能力已达到 217 万盎司。1978—1980 年我国的黄金储备规模为 1 280 万盎司，1982—1997 年稳定在 1 267

万盎司的水平上。1997年以来，我国的黄金储备规模有所上升，增加到1 929万盎司水平，2009年又调整到3 389万盎司，居世界第六位。

2. 外汇储备

自改革开放以来，我国的外汇储备统计口径发生了变化，外汇储备规模不断扩大。

1) 我国外汇储备统计口径发生了变化

1992年下半年以前，我国外汇储备统计口径包括国家外汇库存部分和中国银行外汇结存部分。前者是指我国对外贸易和非贸易收支的历年差额总和，后者是中国银行的外汇自有资金，加上它在国外吸收的外汇存款与对外借款，减去它在国内外的外汇贷款与投资之后的余额。由此可知，国家外汇库存实际上是我国货币当局持有的对外债权，可以无条件地随时动用。而中国银行的外汇结存实际上是它的对外负债，国家不能无条件地动用，因此严格来讲，是不能算作国际储备的，如果将这部分资金作为外汇储备，将会夸大我国国际储备的真实规模。因此，为了与国际间公认的外汇储备概念及统计方法相一致，从1992年10月起，我国正式决定将国家外汇库存作为外汇储备的唯一组成部分。至此，我国对外公布的外汇储备不再包括中国银行的外汇结存部分。

2) 我国外汇储备规模增长迅速

1980年以前，我国对外汇实行“量入为出，以收定支，收支平衡，略有结余”的方针，外汇储备量很少，年平均不到5亿美元。

1979—1984年，我国外汇储备稳步增长。改革开放后，我国开始实行一系列的调整政策，努力增加出口，控制进口，外汇储备逐渐增加，到1984年年底，外汇储备达82亿美元。1985—1989年，我国外汇储备剧烈波动。从1985年开始，我国国民经济迅速发展，进口需求膨胀，国家外汇管理失控，外汇储备急剧减少。1985年，我国的外汇储备下降为26亿美元，此后，虽有所增加，但到1989年，仅为55亿美元。1990—1993年，外汇储备迅速增长。从1990年开始，国家加强了宏观经济调控，采取了相应的货币政策和鼓励出口的措施，1990年外汇储备一跃而为110亿美元。此后，除1992年外汇储备有所下降外，其余年份外汇储备均保持上升的势头，到1993年年底，我国外汇储备已达211亿美元。

1994年外汇管理体制改革之后，我国外汇储备呈现了持续大幅度增长之势。在我国国际储备总额中的比例屡破纪录。虽然中间有一定的曲折，受1997年亚洲金融危机的影响，1998年、1999年和2000年外汇储备增长放缓，但是，到2002年以后，我国外汇储备迅猛增长，到2006年3月底，达到8 750.70亿美元，超过日本，首次成为世界上第一大外汇储备国。截至2012年5月，我国外汇储备额为3.2万亿美元，仍居世界第一。我国历年外汇储备状况见表6-3。

表6-3 我国历年外汇储备状况

单位：亿美元

年　末	外汇储备	年　末	外汇储备	年　末	外汇储备
1950	1.57	1971	0.37	1992	194.43
1951	0.45	1972	2.36	1993	211.99
1952	1.08	1973	−0.81	1994	516.20
1953	0.90	1974	0.00	1995	735.97

续表

年 末	外汇储备	年 末	外汇储备	年 末	外汇储备
1954	0.88	1975	1.83	1996	1 050.49
1955	1.80	1976	5.81	1997	1 398.90
1956	1.17	1977	9.52	1998	1 449.59
1957	1.23	1978	1.67	1999	1 546.75
1958	0.70	1979	8.40	2000	1 655.74
1959	1.05	1980	−12.29	2001	2 121.65
1960	0.46	1981	27.08	2002	2 864.07
1961	0.89	1982	69.86	2003	4 032.51
1962	0.81	1983	89.01	2004	6 099.32
1963	1.19	1984	82.20	2005	8 188.72
1964	1.66	1985	26.44	2006	10 663.0
1965	1.05	1986	20.72	2007	15 282.5
1966	2.11	1987	29.23	2008	19 468.8
1967	2.15	1988	33.72	2009	23 991.52
1968	2.46	1989	55.50	2010	28 473.38
1969	4.83	1990	110.93	2011	31 811.48
1970	0.88	1991	217.12		

3) 我国外汇储备快速增长的原因

(1) 国民经济持续、快速、稳定、健康发展是我国外汇储备快速增长的根本原因。近年来，主要发达国家经济不振，全球经济恢复的前景不明，主要外汇市场汇率波动剧烈，严重地抑制了国际资本的投资愿望；而我国由于实施积极的财政和稳健的货币政策，GDP 高幅度增长，经济发展迅猛，投资机会增多，在全球经济增长乏力的背景下，国际资本大量流入我国，2002 年流入我国的国际资本超过美国，达 500 亿美元，居世界第一。

(2) 我国近年保持的经常项目和资本项目的“双顺差”是我国外汇储备快速增长的重要因素。我国外汇储备增长受到经常项目顺差与资本金融项目顺差双重影响。我国经常项目顺差主要来源于贸易顺差，在 1994 年以后，我国的贸易收支一直保持顺差；在资本往来项目中，近十几年来一直保持较大的顺差增幅，其措施主要是外商直接投资和举借外债。与经常项目顺差相比，资本往来项目的顺差占了绝大比重，已成为我国外汇储备大幅增长最主要的原因。由于经常项目顺差形成的债权性外汇储备具有良好的稳定性，而资本往来项目顺差形成的债务性储备不稳定，因此，我国外汇储备的来源结构存在一定的隐患。

(3) 我国以强制结汇制和资本和金融项目管制为特征的外汇管理制度是我国外汇储备不断增加的制度性原因。该制度规定，除了允许部分外商投资企业开设现汇账户外，其余法人单位所获得的属于经常项目的外汇收入必须及时足额地售给外汇指定银行。我国对外汇指定银行实行头寸管理，他们必须把多头部分的外汇在银行间外汇市场上抛出。为了稳定人民币汇率，中央银行购入溢出部分的外汇，导致官方外汇储备的增加。另外，对资本流出的限制，也推进了外汇储备的增长。

(4) 人民币汇率升值预期及外币资产缺乏有效投资渠道，是近年来外汇储备增加的市场性因素。

3. 在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权

我国在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权数额相对较小，1980 年只有 0.72 亿特别提款权；到了 1981 年，我国分配到 2.368 亿特别提款权；从 20 世纪 90 年代起，我国向国际货币基金组织认缴份额不断增加，储备头寸也随之有较大幅度增加，但数额仍十分有限。2009 年 7 月，新一轮的特别提款权分配，我国获得 90 亿特别提款权。

6.4.2 我国外汇储备的总量管理

2003 年年底，我国外汇储备达到 4 033 亿美元，远远高于国际储备应保持相当于 3 个月进口总金额的国际公认标准。直至今日，我国的外汇储备始终保持相当高的总量。截至 2012 年 5 月，我国外汇储备额达到 3.2 万亿美元。对此我国学术界对我国外汇储备适度储备量的意见不统一。一种意见认为外汇储备量过多，造成生产资源的浪费，影响国民经济发展速度；外汇储备增长过快，导致外汇占款过多，外汇占款渠道的货币发行过量，会在一定程度上引发通货膨胀；推动了人民币的不断升值，削弱了我国产品的出口竞争力等。另一种观点认为，如结合我国的实际情况，应该保有充足的外汇储备，其道理如下。

(1) 我国的进口突发性强，而出口商品在国际市场上的竞争力较弱，故调节国际收支的能力差，需持有较高的外汇储备。

(2) 随着利用外资的增多，我国的外汇储备需要在担保外债偿还中发挥的作用越来越大，需较高的外汇储备。

(3) 充足的外汇储备是继续深化改革、扩大开放必不可少的物质准备和条件，实现人民币资本项目下的可兑换、支持多种具备条件的所有制企业发展我国的对外直接投资、扩大对外开放国内金融市场等要稳妥地进行，都必须有充裕的外汇储备作为依托。

(4) 随着国际经济不稳定因素的增加，金融危机爆发的潜在因素仍然存在，较多的外汇储备在保持国内外外汇市场的稳定中起着重要作用；特别在维护中国香港地区的国际金融中心地位方面，较多地保有外汇储备也是至关重要的。

6.4.3 我国外汇储备的结构管理

在我国的国际储备的结构管理中，加强外汇储备的结构管理是重点。而外汇储备结构管理重点是要坚持储备货币分散化策略。

外汇储备的安全性、流动性、盈利性这一储备管理的国际通则，也是我国管理和运用外汇储备资产的主要依据，因此，应根据国际市场上汇率、利率及储备货币发行国的物价变动情况，适时地调整外汇储备的币种结构，分散风险，兼顾收益性和流动性。

目前，在我国的外汇储备中，美元储备比例过大，它使我国面临的储备风险十分巨大。因此，在未来我国储备货币构成中，应降低美元的份额，增加日元份额，高度重视欧元，提高欧元在我国储备资产中的比重。

另外，外汇储备按货币结构进行分布或调整后，还面临着外汇储备资产形式的选择问题，也就是在外汇储备中国债、股票、机构债券和公司债券等各占多少比重。关于这一问题，一般认为应将安全性放在第一位，适当兼顾流动性和盈利性。目前，我国外汇资产的形式主要以美国国债为主，我国持有美国国债的数量占外汇储备的 35%，是继日本之后，

持有美国国债的第二大国。之所以如此，是因为购买美国国债的安全性较高，并且由于美国国债市场规模庞大，国债品种齐全，使得债券的变现能力也极强，此外，还与我国经营外汇储备的水平较低有关。在保证安全性的同时，兼顾盈利性和流动性是我国外汇储备管理面临的一个重要课题。

本章小结

国际储备是一国货币当局为弥补国际收支逆差、维持本国货币汇率的稳定及应付各种紧急支付而持有的、为世界各国所普遍接受的资产。国际储备资产应该具有普遍接受性、充分流动性、自由兑换性和官方持有性等特征。

各国的国际储备主要由黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权 4 个方面构成。

国际清偿力是指一国直接掌握或不直接掌握，但在必要时可以用以调节，支持本国货币对外汇率安排，以及清偿国际债务的一切国际流动资金与资产。

国际清偿力亦被称为广义的国际储备，它可划分为自有储备、借入储备和诱导储备。自有储备即是通常所讲的国际储备，也被称为狭义的国际储备；借入储备则由备用信贷、借款总安排、互惠信贷协议等几种形式组成；诱导储备主要指商业银行的对外短期可兑换资产。

国际储备具有弥补国际收支逆差，平衡国际收支；干预外汇市场，稳定本国货币汇率；充当本国对外举债和偿债能力的信用保证；维持一国内部平衡等作用。

国际储备管理是指一国政府及货币当局根据一定时期内本国国际收支状况及经济发展要求，对国际储备的适度化、结构的最优化及储备资产运用的高效化等方面所进行的调节与控制。一般讲，国际储备管理主要集中于国际储备的总量管理和结构管理两个方面。

国际储备的总量管理就是对国际储备规模进行有效的选择与确定，故也称国际储备的规模管理。国际储备的结构管理是指各国货币当局对储备资产所进行的最佳配置。

测量最适度国际储备量的理论与方法有比例分析法、成本收益分析法、货币供给决定论和储备需求函数等。

国际储备体系是指在一种国际货币制度下国际储备货币或国际储备资产的构成与集合的法律制度安排。这种安排的根本问题是中心储备货币或资产的确定及其与其他货币或资产的相互关系。

改革开放以来，我国的国际储备的发展具有以下几个明显的特点：长期实行稳定的黄金储备政策，外汇储备规模不断扩大，外汇储备货币实行以美元为主的多元化结构，在国际货币基金组织的头寸和特别提款权比例较小。

练　习　题

一、选择题

1．广义的国际储备又称(　　)。

A．储备资产　　B．储备总额　　C．国际清偿力　　D．储备地位

2．目前，构成特别提款权的货币篮子中有货币(　　)。

A．16 种　　B．5 种　　C．4 种　　D．9 种

3．各国用来干预外汇市场的储备基金，又称(　　)。

A．黄金储备　　B．战略基金　　C．风险基金　　D．外汇平准基金

4．历史上，国际储备的内容曾经是(　　)。
A．黄金　　B．黄金和英镑　　C．黄金和美元　　D．多元化储备

5．诱导性储备资产是指(　　)。
A．政府在离岸金融市场上借入的资产
B．所有权不属于政府也并未被借入
C．本国商业银行的对外短期可兑换货币资产
D．流动性强、对政策反应灵敏
E．可以间接调整国际收支

二、填空题

1．广义的国际储备又称(　　)，主要包括自有储备和(　　)两部分。
2．按照惯例，一国国际储备适度量应保持满足(　　)的进口水平的需要。
3．国际储备管理包括(　　)和(　　)两个方面。
4．国际储备结构管理的三原则为(　　)、(　　)和(　　)。
5．2001年1月，国际货币基金组织改变了特别提款权中的货币数量，特别提款权由美元、(　　)、(　　)和(　　)4种货币构成。

三、判断题

1．一国国际储备就是该国外汇资产的总和。　(　　)
2．外汇管制越严格，一国需要的国际储备越多。　(　　)
3．国际储备是货币供应量的一个构成部分，因此它也会影响到一国的物价水平。　(　　)
4．国际货币基金组织中的份额25%应用本国货币缴纳；75%则用可兑换货币缴纳。　(　　)
5．根据国际储备的性质，所有可兑换货币所表示的资产都可成为国际储备。　(　　)

四、思考题

1．国际储备与国际清偿力是怎样的关系？
2．影响一国国际储备总量的因素有哪些？
3．简述衡量适度国际储备量的方法和理论。
4．简要评析比例分析法。
5．简述多元化国际储备体系形成的原因。
6．近年来，我国的国际储备有哪些特点？

五、案例分析

增加黄金储备对我国有多重战略意义

目前，我国以美元为主的外汇储备不断增长，规模日益庞大，人民币升值预期单边持续。伴随我国经济金融开放不断扩大，美元贬值和国际游资集聚的市场风险也正逐步逼近。改善外汇储备结构，避免外汇储备大量损失，有效减缓人民币升值预期的单边压力，使人民币汇率形成机制改革真正可控、主动和渐进，已是当前不可回避的话题和任务。增加黄金储备来改善外汇储备结构是近来较频繁的呼声。但就我国目前及未来发展看，增加黄金储备的主要目的，不仅是保证外汇储备资产的保值增值，更主要目的是借助我国外汇储备充裕的时机，为我国积累真正雄厚坚实的“家底和基石”，为抵御未来完全开放环境下各种危机的冲击建立有效屏障。

增加黄金储备对我国的战略意义和作用主要有如下3方面。

(1) 有利于防范经济金融危机冲击，维护国家经济金融稳定与安全。目前我国央行公布的数据显示，我国的黄金储备为600吨，约1 929万盎司。这一数字自2002年12月以来没有变化。中国黄金储备仅占外汇储备的1.3%，也远低于其他国家采用的3%-5%的标准。原因在于：一是对黄金战略意义认识不足；二是过于追求美元储备的短期收益。因为黄金储备相对来说收益率不高，黄金更多的是作为一种最后避险

的保障。但是，受到美元贬值的影响。2003 年以来，美元债券收益率也连续下降，我国也开始减少对美国债券的持有。所以，应当把握时机逢低吸纳黄金，实现黄金储备的正常增长。

虽然增加黄金储备会增加储备成本，甚至在黄金价格持续下跌和低迷情况下还会出现储备资产的损失，但只要采购黄金的时机与价格合理，并通过黄金衍生交易工具进行有效避险，保值的总体目的是能够达到的。

(2) 有利于稳定和改善人民币未来预期，保卫人民币币值的稳定。持续快速增长的巨额外汇储备，已经面临美元贬值和收益率下降的影响。同时，以美元为主的外汇储备持续快速增加，直接使人民币处于强烈升值压力之下。在我国外汇市场风险对冲产品和机制尚不丰富和完善的情况下，人民币单边升值预期导致了大量投机资金进入国内，影响货币政策调控，还使外汇市场主体之一的商业银行面临较大风险。所以，仅从市场风险和避免外汇储备损失的角度看，改善储备结构十分必要。同时，从维护人民币币值稳定角度看，目前改善外汇储备更具有战略意义。

自 2005 年我国人民币汇率形成机制改革以来，银行间外汇市场的不断发展，外汇市场的业务类型和品种构成不断增加。既有人民币兑外币业务品种，又有外币对外币业务品种；既有人民币兑外币的即期品种，又有人民币兑外币的远期品种和掉期品种；既有竞价交易方式，又有询价交易方式等等。但是对人民币升值预期的调控作用十分有限。

如果货币当局明确将在适当时机改善外汇市场结构，适时增加黄金储备，即便是一种迹象和信息，都会对市场预期产生重大影响，形成双向预期博弈局面，有效抑制投机资金规模，有利形成人民币汇率市场化的稳定机制。特别是未来我国金融市场处于完全开放的情况下，维持较大的黄金储备规模，适时增减黄金储备数量，是一种调控国际收支和汇率的重要手段。以 2006 年为例，假如按照 550 美元/盎司价格购买黄金，增加黄金储备 6 000 吨，我国将耗汇约 1 000 亿美元，市场预期将发生较大改变。

(3) 有利于满足我国黄金需求，实现“藏金于民”的战略计划，间接实现“藏汇于民”的目的。2005 年我国黄金产量和消费量分别为 224 吨和 253 吨，居世界第四位和第三位，需求缺口约 30 吨。我国黄金需求长期处于比较旺盛的状态，这是我国百姓对黄金的偏好所决定的。我国应该把增加黄金储备和开放民间黄金市场、增加民间黄金持有量联系起来，更好地使黄金官方储备和民间储备“双增”。

2006 年，有关部门调整了外汇政策取向，鼓励百姓和居民购汇用汇。但在人民币升值预期下，而且从战略角度看，黄金稳定的价值和货币商品属性，使“藏金于民”比“藏汇于民”更有意义和价值。一方面，居民持有黄金，可以满足心理需求，同时，能用黄金保值，抵御通货膨胀，并可通过合理运用黄金市场投资实现增值。对于国家来说，出现危机时，居民手中的黄金也是一种维持稳定的重要手段。

国内现有人均黄金持有量不到 0.2 克，属于比较低的水平，与世界平均人均拥有黄金量还有相当大的差距。如果我国人均黄金增加 1 克，需要 1 300 吨黄金，对国家来说，其潜在的稳定力量非常巨大。从人均拥有黄金量这方面来考虑，我国的民间需求黄金潜力非常大。而且，我国黄金常年存在供需缺口，无论从首饰用金、工业用金，还是投资用金来说，都严重不足。

扩大“藏金于民”的关键是拓宽目前的黄金投资渠道，吸引更多的企业和居民参与黄金投资。基于我国目前庞大外汇储备，完全可以逐步扩大黄金进口，增加黄金市场实物投放量，在黄金市场上开辟多样化的实物黄金和纸黄金交易产品，刺激国内黄金需求。扩大居民转换储蓄资产的选择范围，增加居民投资渠道，改善居民资产结构。此举既满足了国内黄金消费需求，又拓宽了投资渠道，在实现“藏金于民”的基础上，实现“藏汇于民”。可以预见，随着我国经济的增长，人均黄金消费的实际需求会不断增加，并且随着黄金投资市场的不断完善，黄金投资需求将呈爆发式增长。

(资料来源：http://finance.sina.com.cn/roll/20060703/0748776704.shtml.)

问题：

根据以上案例，从国际储备的构成和管理原则出发，谈谈我国是否应该增加黄金在我国国际储备中的比重。

第 7 章　国际金融市场

教学目标

通过本章的学习，了解国际金融市场、欧洲货币市场和衍生金融工具市场的概念、构成和特点；能够区别传统国际金融市场和欧洲货币市场；掌握国际货币市场和国际资本市场的业务活动；掌握欧洲货币市场的构成和经营活动；了解金融衍生工具的种类和作用。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际金融市场概述	掌握国际金融市场的概念、形成及发展趋势	(1) 国际金融市场的概念 (2) 国际金融市场的形成和发展 (3) 国际金融市场的作用 (4) 20 世纪 80 年代以来国际金融市场发展的新趋势
传统国际金融市场	重点掌握国际货币市场和国际资本市场的业务活动	(1) 传统国际金融市场概述 (2) 国际货币市场 (3) 国际资本市场 (4) 国际黄金市场
欧洲货币市场	掌握欧洲货币市场的概念、形成的原因及特点	(1) 欧洲货币市场的概念 (2) 欧洲货币市场形成的原因 (3) 欧洲货币市场与离岸金融中心 (4) 欧洲货币市场的特点 (6) 欧洲货币市场的构成
金融衍生工具市场	了解金融衍生工具市场的类型及其应用	(1) 金融衍生工具市场的概述 (2) 金融衍生工具的类型 (3) 金融衍生工具的特点

导入案例

20 世纪末，巴基斯坦政府在位于卡拉奇 40 千米处修建一年发电量 129.2 万千瓦的电力工程。该工程由英美电力咨询公司设计，HUB 电力公司承建，美国梅林金融财务公司规划融资方案并组织筹资，其投资与融资结构式如下：

股本投资	3.72 亿美元(20%)	股票	20%
能源发展基金借款	6.02 亿美元(33%)	债务	80%
从商业银行借款	6.95 亿美元(38%)		
其他地区及国外贷款	1.63 亿美元(9%)		

美国梅林金融财务公司建议，6.95 亿美元的国际商业银行贷款金额巨大，远非一两家银行所能承担，而必须借取银团贷款，并且这项占项目资金总额 38%的贷款，不能从传统金融市场取得，而必须从欧洲货币市场，即境外货币市场取得；由于其具有资金充沛、管制较松、费用低廉、利率相对较低及资金调拨方便等特点，可大大降低融资成本，从而压低工程造价。HUB 公司采纳了这一意见，最后从美、英、德等银行组成的银团取得了贷款，使得该工程得以按期完成，对缓解巴基斯坦的电力紧缺状况发挥了重要作用。

HUB 公司为何对其电力工程的主要资金在欧洲货币市场借取银团贷款，而不在传统国际金融市场借取一般商业贷款？两个市场之间具有什么样的关系？欧洲货币市场与经常见诸媒体的离岸金融中心又是什么关系？这些问题牵涉到国际贸易融资的根本；同时借取商业银行贷款的货币选择、信贷条件及费用负担等对外经贸企业进出口设备及商业的融资成本核算也具有重要的参考价值。

(资料来源：刘舒年，温晓芳. 国际金融[M]. 北京：对外经济贸易大学出版社，2010.)

基本概念

国际金融市场　在岸国际金融市场　离岸国际金融市场　资本市场　欧洲货币　国际债券　欧洲债券　外国债券　国库券　大额可转让定期存单　商业票据　银行承兑汇票　双边贷款　银团贷款　场外交易市场　股票价格指数　金融衍生工具　金融远期合约　金融期货　金融期权　金融互换

7.1　国际金融市场概述

金融的核心是资金融通，就是资金的借贷关系，资金借贷的结果会产生货币的借贷关系。经常发生多边资金借贷关系而形成的资金供求市场，就是金融市场。经营本国贷款者、投资者与本国筹资者之间业务的市场，交易对象一般为本国货币，空间范围仅限于本国境内的金融市场，就是国内金融市场；当金融资产交易的主体扩大到非居民，交易范围超越国境，以国际性规模进行，则是国际金融市场(international financial market)。

7.1.1　国际金融市场的概念

国际金融市场亦称世界金融市场，通常可以从广义和狭义两方面来理解。

狭义的国际金融市场仅指国际间长短期资金借贷的场所，因此也称国际资金市场，包括短期资金市场(货币市场)和长期资金市场(资本市场)。

广义的国际金融市场是指从事各种国际金融业务活动的场所，它是国际货币金融领域内各种金融商品交易市场的总和，包括货币市场、资本市场、黄金市场和外汇市场。这几

类国际金融市场不是截然分离的，而是相互联系着的。例如，长短期资金的借贷往往离不开外汇的买卖，外汇的买卖又会引起资金的借贷；黄金的买卖也离不开外汇的买卖，并引起资金借贷。本章论述的是广义的国际金融市场。

国际金融市场可以是有形的市场，也可以是无形的市场。有形的国际金融市场由遍布于北美、欧洲、亚太、中东、拉美和加勒比海地区的各大国际金融中心组成。无形的国际金融市场由各国经营国际金融业务的机构，如银行、非银行金融机构或跨国公司构成，通过电话、电传、计算机等现代化的通信设施相联系的网络体系在国际范围内进行资金融通、有价证券买卖及其有关的国际金融业务活动。

国际金融市场依据交易发生主体的不同，又可分为传统的国际金融市场和新型的国际金融市场。传统的国际金融市场又称在岸金融市场(onshore financial market)，是国内金融市场的对外延伸，是指从事市场所在国货币的国际借贷，并受市场所在国政府政策与法令管辖的国际金融市场。传统的国际金融市场是国际金融市场的起点，一般是以本国雄厚的综合经济实力为后盾，依靠国内优良的金融服务和较完善的银行制度发展起来的。世界上一些主要的国际金融市场，如英国的伦敦、美国的纽约和日本的东京等，都是这样发展起来的。

新型的国际市场又称离岸金融市场(offshore financial market)或境外市场(external market)，离岸不是地理意义上的概念，而是指不受任何国家国内金融法规的制约和管制。离岸金融市场形成于 20 世纪 50 年代，70 年代得到迅猛发展，从伦敦、巴黎、法兰克福、苏黎世、卢森堡等欧洲地区扩展到新加坡、巴拿马、巴哈马等地；80 年代又在纽约、东京等地出现新的离岸金融中心；90 年代离岸金融市场已经遍布世界各地。与传统的国际金融市场比，离岸金融市场有如下特征：①参加交易的主体都是非居民；②交易对象是市场所在国以外国家的货币，即世界上主要的可以自由兑换的货币；③资金融通业务基本不受市场所在国及其他国家的政策法规约束。离岸金融市场突破了国内金融市场的限制，使国际金融市场不再限于少数发达国家，而是在全世界范围内扩展，以上特征表明离岸金融市场是真正的国际金融市场。国际金融市场的构成如图 7-1 所示。

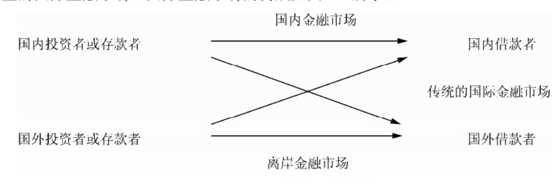


图 7.1 国际金融市场的构成

7.1.2 国际金融市场的形成和发展

1. 传统金融市场的形成

一战以前，英国的自由资本主义迅速发展，不断推进海外的殖民扩张，掠夺了巨大的资金财富，发展成世界最大的工业强国和贸易大国。由于英国与世界各国的贸易联系广泛，

金融制度发达，英镑币值稳定，遍布英国国内和世界各国主要地区的银行代理关系逐渐完备，英镑成为世界上主要的储备货币和国际结算货币，伦敦也率先成为世界最大的国际金融市场。

二战之后，英国的经济受到重创。伦敦国际金融市场的地位随之逐步削弱。美国利用二战期间积累的经济实力成为世界经济霸主，美元成为最重要的国际结算货币和国际储备货币。大量的国际借贷和资本筹措集中在纽约，美国纽约金融市场迅速崛起，成为世界最大的国际金融市场。瑞士由于在两次世界大战中保持中立，免受战争洗礼，经济实力得到保存，瑞士法郎保持自由兑换的优势，加之具有良好的金融环境，自由外汇交易和黄金交易相当活跃，加速了苏黎世金融市场的发展。这一阶段，纽约、伦敦和苏黎世成为世界三大国际金融市场。

2. 欧洲货币市场的形成

20 世纪 60 年代以后，美国国际收支持续出现巨额逆差，美元信用动摇，美元大量流向境外，形成“欧洲美元市场”，使美国境外的国际金融市场飞速发展起来。德国马克、法国法郎、荷兰盾及其他境外货币也在这个市场上出现，从而使欧洲美元市场发展成欧洲货币市场。在此以后，国际金融市场也不再局限于少数国家，而是迅速扩张到巴黎、法兰克福、阿姆斯特丹、卢森堡、新加坡、中国香港、开曼群岛和巴林等地。

欧洲货币市场是一种新型的国际金融市场，即离岸国际金融市场。这种金融市场最早出现在伦敦，后来又相继在新加坡、中国香港等地开设。离岸金融市场是目前国际金融市场的核心和最主要的部分。众多的离岸市场把全世界的金融市场联系在一起，形成了统一的国际金融市场。因此离岸金融市场才是真正意义上的国际金融市场。

3. 新兴国际金融市场的兴起

20 世纪 80 年代后，新兴工业化国家迅速崛起。西方各主要国家掀起了以放松金融管制为内容的金融自由化和金融全球化浪潮，对新兴工业化国家的金融发展产生了深远影响。这些新兴工业化国家的经济发展和国际化程度已经达到一定水平，西方金融改革浪潮的示范效应促使这些国家推动相应的金融自由化和国际化改革。从 80 年代开始，国际资本和产业技术转移使许多新兴工业化国家成为国际资本的热点。国际资本流动要求建立与之相适应的金融环境，各国也更加注重与国际惯例接轨以适应国际金融一体化的要求，从而加速了这些国家的金融发展和国际金融市场的形成。

新兴的国际金融市场有墨西哥、阿根廷、巴西、亚洲“四小龙”、泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚等国家和地区。金融市场开放后，国际游资大规模进入，一方面对这些市场所在地的经济起到了促进作用，同时，大量资本流动对其宏观经济和金融稳定性也造成了一定的冲击。在市场体系不健全，经济结构不合理，监管能力又较弱的情况下，为国际投机提供了可乘之机，墨西哥金融危机和东南亚金融危机就是这些潜在风险聚集到一定程度的爆发。

7.1.3 国际金融市场的作用

国际金融市场是世界经济的重要组成部分，对世界经济的发展既有积极的作用，也有消极的作用。积极作用如下。

1. 促进生产国际化的发展

跨国公司的子公司遍布世界各地，在国际化生产经营过程中，国际金融市场成为跨国公司提供外部资金的最主要来源。另外，跨国公司在全球性生产、流通和运转过程中暂时闲置的资金又能借助于国际金融市场的职能，及时地进行调剂和存储生息。战后生产和资本的国际化是金融市场国际化的基础，金融市场国际化又进一步促进了生产和资本的国际化。

2. 促进世界资源的重新分配

战后国际金融市场的迅速发展，使世界性的银行和非银行金融机构广泛地吸收世界各地的资金，为投资者提供多元化的投资工具和投资对象，也为国际社会提供了广泛的集资渠道。这种世界范围内的资金调剂，促进了国际资源的重新配置，推动了世界经济的增长。例如，欧洲货币市场的贷款促进了日本和联邦德国的经济恢复和发展，亚洲货币市场对亚太地区的经济建设起到了积极的推动。

3. 调节国际收支

国际收支顺差国可以利用市场贷出外币资金，使多余的资金得以利用并从中获取收益。逆差国除动用国际储备外，还可借入外币以暂时弥补逆差。通过国际金融市场可以调节各国的国际收支，缓解国际收支失衡对国民经济的不利影响。

4. 促进银行信用国际化的发展

国际金融市场吸引着无数的跨国金融机构汇集于此，成为国际上大银行的集散地。国际金融市场通过各种业务活动，把各国的金融机构有机地联系起来，使世界各国的国内银行信用发展成为国际间的银行信用，推动了银行国际化的进程。

5. 促进国际贸易的发展

国际贸易的双方通过国际金融市场进行外汇买卖、国际结算、证券交易，既可以管理各自可能遇到的汇率变动风险，又为贸易双方融通了资金，促进了国际贸易的发展。

国际金融市场对世界经济除了积极的作用外，也有消极作用。主要表现在以下几个方面：第一，导致汇率波动，为货币投机创造了条件；第二，大量资本在国际间流动，不利于有关国家国内货币政策的执行；第三，造成国际储备的自发增长，使得官方清偿能力的数量和构成更加难以控制；第四，自由兑换货币大量流向国际金融市场，会使货币发行国的货币供应量增加，诱发该国通货膨胀，进而引发世界通货膨胀；第五，对于发展中国家来讲，金融市场在快速向国际化发展的同时，有时会对国内经济产生负面影响。

7.1.4 20 世纪 80 年代以来国际金融市场发展的新趋势

20 世纪 80 年代以来，信息技术的快速发展及其在金融领域的广泛使用，再加上各国金融管制的放松，使得国际金融市场的发展明显出现了金融创新、融资方式证券化、金融市场全球一体化和银行业务表外化的新趋势。这些趋势对全球的金融体系产生了深远的影响。

1. 金融创新趋势

金融创新是金融市场上的一次革命，其意义在于降低交易成本，加强国际间资本流动。早在20世界70年代，各主要西方国家的政府和金融管理当局，为了增强各金融机构的竞争能力和金融机构的活力进行金融创新，但当时推出的仅仅是为数不多的几种金融衍生工具，如货币期货、股票期货等。只是到了20世纪80年代，金融衍生工具的品种才日益增多，交易数量也不断增加。这其中既包括被称为金融市场“四大发明”的互换、金融期货、票据发行便利和浮动利率债券，又包括可转换债券、期权、远期利率协议等。

2. 融资方式证券化趋势

融资方式的证券化是指20世纪80年代以后，国际金融市场上的筹资工具发生了重大变化，人们改变了长期以来依靠金融中介间接筹措资金的方式，转而利用债券市场和股票市场直接融资。在20世纪70年代，尽管国际债券市场有了较大的发展，但是国际资本市场仍以银行贷款为主。到20世纪80年代以后情况才发生了变化，国际证券的筹资比重不断上升。到1986年，国际证券已取代了国际银行贷款的国际融资主渠道地位。

随着金融工具的增加，期货、期权等交易技术的发展和完善，不仅增强了国际金融市场的深度，而且为市场借贷双方提供了更多的选择的机会，融资方式更趋于多样化。同时，随着证券市场日趋成熟，越来越多的机构直接或间接地进入有价证券市场，通过发行各种证券筹资和融通资金，融资方式证券化趋势得到很大发展。

3. 金融市场全球一体化趋势

由于金融管制的放松、金融工具的创新和电信技术的发展，遍及全球的国际金融中心和金融机构形成了一个时间和空间上高速连接的一体化市场。这不仅表现为国际金融市场不再局限在少数发达国家，发展中国家和地区也出现了颇具规模的新兴金融市场；而且表现为证券投资的国际化倾向。欧洲货币市场的形成标志着资金借贷关系已没有国界的限制。而电子计算机技术的迅猛发展，可以将遍布世界各地的金融市场和金融机构紧密联系在一起，全球性资金调拨和融通几秒钟内便可以完成，从而使遍及全球的金融中心和金融机构形成一个全时区、全方位、一体化的国际金融市场。

4. 银行业务表外化趋势

对于多数金融机构来说，在传统的业务领域中，利润主要产生于资金来源和资金运用的过程。然而在融资方式证券化趋势和金融创新的浪潮中，许多新产生的业务领域和交易方式几乎不涉及资产负债表的记入，而是通过提供服务和收取佣金或服务费的形式获得利润，传统的银行业务地位开始下降，以现代信息处理技术为核心的服务领域成为银行盈利的新增长点，从而形成了银行业务表外化趋势。这一趋势使金融机构之间的竞争进一步加剧。

7.2 传统国际金融市场

7.2.1 传统国际金融市场概述

传统的国际金融市场是指经营国际金融业务，但必须受当地政府法令管辖的金融市场。与新型的国际金融市场相比，传统国际金融市场具有以下特点。

(1) 传统金融国际市场上经营的货币是市场所在国的货币。

(2) 市场的资金来源都是由市场所在国提供的，即使有一些外国资金参加交易也都是利用外国存放于该国的资金。

(3) 市场所在国必须是资本净提供国，只有拥有巨额剩余资金和源源不断的海外利润收入的国家，如美国、英国等实力雄厚的资本主义国家才能做到。

(4) 市场交易是在居民和非居民之间进行。其中居民主要是国内投资者，非居民主要是外国筹资者。

(5) 传统国际金融市场又是市场所在国的国内市场。市场活动受到所在地国家政策、法律和法规的限制，受当地市场规划、惯例约束。

(6) 传统国际金融市场上所有交易活动的主要目的是为所在国的政治经济服务。市场上的资金筹集和再分配都是以维护所在国的利益为出发点，尽管外国人(非居民)在这些国际金融市场贷款、发行债券等筹集资金，但是对于市场所在国而言，只是不同方式的资本运用或资本输出。

(7) 许多国际金融市场是交叉地并存两种市场的运行机制，在场所上，既是传统国际金融市场，同时也是新型国际金融市场，如纽约和伦敦国际金融市场。

7.2.2 国际货币市场

1. 国际货币市场的概念

国际货币市场是短期资金融资市场，是指居民和非居民之间或非居民与非居民之间，进行期限为 1 年或 1 年以下的短期资金融通与借贷的交易场所或者网络。在货币市场上进行交易的目的主要是调节短期资金的流动性，解决资金需求者临时性的资金周转。

国际货币市场的参加者主要是商业银行、中央银行、各国政府的财政部门、货币机构、跨国公司、票据承兑公司、贴现公司、证券公司、跨国银行以及国际金融机构等。其中跨国银行和国际性的商业银行处于市场的关键地位，是国际货币市场资金的主要供给者和需求者。

2. 国际货币市场的特点

国际货币市场一般具有以下几个特点：一是交易的金融工具的偿还期都很短。最短的偿还期只有 1 天，最长的也不过 1 年，较为普遍的是 3～6 个月；二是交易的金融工具的流动性都很高；三是交易的金融工具的信用风险都很小。由于期限短，流动性很强，而且金融工具的发行人是政府、金融机构和资信良好的大公司，因此违约的情况很少出现。四是金融工具的利率比较接近。

3. 国际货币市场的构成

国际货币市场按业务方式可以划分为银行短期信贷市场、短期证券市场和票据贴现市场。

1) 银行短期信贷市场

银行短期信贷市场主要包括银行对外国工商企业的信贷和银行同业间拆放市场。前者主要解决企业流动资金的需要，后者主要调剂银行间短期资金的余缺或平衡资金头寸，互相弥补短期资金不足。目前，银行短期信贷市场业务主要以银行同业拆借为主。同业拆放业务是银行的一项经常业务，最短为日拆，一般多为 1 周、1 个月、3 个月和 6 个月，最长不超过 1 年。拆放利率以伦敦同业拆放利率为基础。银行短期信贷市场交易方式较为简便，存贷款都是每天通过电话联系来进行的，贷款不必担保或抵押。

2) 短期证券市场

短期证券交易市场是在国际间进行短期有价证券的发行和买卖活动的市场。交易的对象是各种期限在 1 年以内(含 1 年)的可转让流通的信用工具。短期证券交易市场不仅为投资者提供了高度变现的便利，也有利于银行调整其资产负债结构，同时也是贯彻政府货币政策、调节货币流通的有力工具。短期证券交易市场的信用工具主要有：国库券(treasury bill)、商业票据(commercial paper)、银行承兑汇票、大额可转让定期存单(certificate of deposits，cds)等。

国库券是国家财政当局为弥补国库收支不平衡而发行的一种政府债券。因国库券的债务人是国家，到期还款保证是国家财政收入，所以它几乎不存在信用风险，是国际金融市场风险最小的信用工具。期限一般为三个月或者半年，利率视具体情况而定。世界上最早的国库券出现在 1877 年的英国。美国首次发行国库券是 1929 年，虽然时间较晚，但是美国国库券市场已成为世界上最发达的国库券市场之一。

商业票据是指由金融公司或某些信用较高的企业为筹集短期资金而开出的无担保短期票据。票据的可靠程度依赖于发行企业的信用程度，可以背书转让，但一般不能向银行贴现。商业票据的风险大于政府国库券风险，所以其利率要高与国库券利率。

银行承兑汇票是指以银行为付款人并经银行承兑的远期汇票。一旦银行在汇票上盖上“承兑”字样，汇票就成为银行的直接债务，在此后由银行负担汇票到期时支付现金给持票人的义务。由于银行信用较高，故其流动性比商业票据高。

大额可转让定期存单是银行发行的证明存入款项的凭证，可以进行转让和流通。它是存款单的一种，但与银行一般签发的定期存单不同，特点在于可转让性，一般为无记名式，在到期前可随时在二级市场上出售。

3) 票据贴现市场

票据贴现市场是对未到期的票据以贴现方式进行融资的交易市场。持票人向贴现银行办理贴现后，贴现行还可以持票据再向中央银行进行再贴现，所以贴现率一般高于同期银行信贷利率。贴现的票据均为 1 年以内(含 1 年)的短期票据，主要包括政府国库券、短期公司债券、银行承兑汇票和商业承兑汇票等。

7.2.3 国际资本市场

1. 国际资本市场的概念

国际资本市场(international capital market)是长期资金融资市场。它是国际金融体系的重要组成部分，通常是指经营 1 年以上的国际性中长期资金信贷和证券业务的国际金融市场，通常 1～5 年为中期，5 年以上为长期。主要功能是筹措和运用各类国内、国际资金来满足本国的生产建设和国民经济发展的需要。

国际资本市场的资金供应者主要是各种金融机构，如商业银行、储蓄银行、投资公司、人寿保险公司和跨国公司等。跨国银行、各国的货币当局、国际金融组织、私人投资者等也是国际资本市场的资金供应者。资金的需求者主要是各国政府、跨国公司、国际金融机构等。

2. 国际资本市场的构成

国际资本市场从融通资金的方式看，分为国际银行中长期信贷市场和国际证券市场。从地域角度看，是由分布在世界各地的国际资金集散中心组成，如伦敦、纽约、东京、法兰克福、巴黎、苏黎世、卢森堡、中国香港和新加坡等，这些资本市场形成的渊源和成长环境不同，其国际资本交易也呈现不同的特点。

国际资本市场的构成如图 7-2 所示。

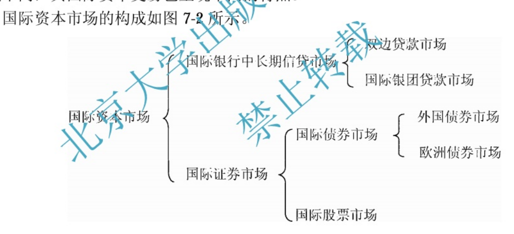


图 7.2 国际资本市场的构成

1) 国际银行中长期信贷市场

国际银行中长期信贷市场贷款通常采用双边贷款和国际银团贷款两种形式。

(1) 双边贷款市场。双边贷款市场又称独家银行贷款，是一国银行向另一国的政府、银行、企业等借款者发放贷款。借贷双方须签订贷款协议，有时候还需借款人所属国家的政府或官方机构担保。双边贷款信用规模受限于单个银行的贷款限度，期限较短，一般为 3～5 年；借款方可以自由支配贷款用途而没有限制；利率水平较低，只有 LIBOR 加上附加利率再加上承担费，借款人信贷成本相对较小。

(2) 国际银团贷款市场。国际银团贷款又称联合贷款或辛迪加贷款，是由若干家银行组成银团，按共同的条件向借款人提供巨额信贷的一种国际中长期贷款。在欧洲货币市场上数额较大、期限较长的贷款通常采用这种形式。银团贷款有两种形式，一种是直接银团贷款，另一种是间接银团贷款。直接银团贷款下，银团内各贷款银行直接向借款人贷款，

贷款工作有各贷款银行在协议中指定代理行(agent bank)统一管理：间接银团贷款下，由牵头行(lead bank)分别转售给其他银行(参加贷款银行)，贷款工作由牵头银行负责管理。

20 世纪 70 年代以来，辛迪加贷款已成为国际信贷市场上的主要贷款形式。工业化国家作为国际银团贷款市场的主要借款者，大约占 90%以上的借款份额，国际银团贷款流向新兴市场国家的数额虽不断增加，但仍低于工业化国家。银团贷款对国家借款人来说非常必要，弥补国际收支不平衡及国内大规模的建设所需的巨额资金只有多家银行共同贷款才能满足。由于贷款迅速、灵活和自由性大等特点，全球企业并购融资也促使了银团贷款增加。

国际银团贷款与双边贷款相比，具有如下特点：①贷款金额大，最多可达几亿、几十亿美元；②贷款期限长，属长期贷款，5～15 年不等，一般多为 7～10 年；③贷款成本相对较高，利率按 LIBOR 加上一定加息率，借款人另外需要负担代理费、牵头费等费用；④贷款风险分散，参与银团贷款的各成员银行按各自提供的贷款额的大小分担风险。

2) 国际证券市场

国际证券市场(international security market)是债券和股票等有价证券的国际交易场所，也是通过发行证券筹措长期资本的市场。

根据证券的种类，国际证券市场可分为国际债券市场(international bond market)和国际股票市场(international stocks market)。

(1) 国际债券市场。国际债券市场是指专门从事国际债券发行和买卖交易的场所。国际债券是指一国政府、企业、金融机构等为筹措外币资金在国外发行的以外币记值的债券。债券的期限一般为 1 年以上，是中长期融资工具，其中 1～5 年(含 5 年)期限的为中期债券，5 年以上的为长期债券。

20 世纪 80 年代国际债务危机后，国际融资出现明显的债券化的趋势，国际信贷筹资比重相对下降。债券市场分为一级市场和二级市场。新发行的债券市场又称一级市场、初级市场，债券交易市场又称二级市场、次级市场，是已发行的债券在不同投资者之间进行转手交易的市场。大多数国家债券发行都没有固定的场所，都是通过证券投资机构或者大型商业银行和信托公司等金融机构进行的。外国债券发行有私募和公募两种方式。私募是指债券的发行通过投资银行等中介机构限量出售给特定的投资人，如人寿保险公司、养老基金等，这种债券不能上市交易转让，所以其债券收益率要高于公募债券，并且发行价格偏低，以保障投资者的利益。私募发行手续简便，发行费用低，对发行人的资信和信息披露要求低。公募债券是指在证券市场上公开销售的债券，公开发行的债券要求发行者有很高的资信等级，必须进过国际上认可的债券信用评定机构的评级，并有严格的信息披露规定。国际债券资信测评采用三等九级标准，如国际著名资信评级机构穆迪投资服务公司(Moody Investors Service InC．)和标准普尔公司(Standard & Poor's Financial Services LLC)就按投资级(AAA～BBB)和投机级(BB～C)进行债券评级。

在国际债券市场上，发行交易的债券种类繁多，主要有外国债券(foreign bond)、欧洲债券、全球债券等。

① 外国债券。外国债券是发行者在国外债券市场上发行的以东道国货币为面值发行的债券。外国债券又称为传统的国际债券。外国债券必须先得到发行地所在国政府证券监督机构的批准，由市场所在国的证券机构发行和担保，受该国金融法令的制约，主要由市场

所在国的居民购买。目前，东京、纽约、苏黎世、法兰克福、伦敦和阿姆斯特丹是主要的外国债券市场，英国伦敦是外国债券的发祥地，如外国人在英国发行的英镑面值的外国债券称为“猛犬债券”(bulldog bonds)，在美国发行的美元面值的外国债券叫做“扬基债券”(yankee bonds)，在日本发行的日元面值的外国债券称为“武士债券”(samurai bonds)。在我国发行的人民币面值的外国债券称为“熊猫债券”等。

② 欧洲债券。欧洲债券是借款人在本国境外市场发行的，不以发行市场所在国货币为面值的国际债券。欧洲债券的发行人、发行地及面值货币分别属于 3 个不同的国家。例如，我国在日本发行的美元债券就属于欧洲美元债券，而在美国发行的日元债券则属于欧洲日元债券。欧洲货币在 20 世纪 60 年代形成市场规模，为了保护国内资本市场免受风险证券的冲击，防止资本外流引起国际收支失衡，许多国家都对外国债券的发行进行限制，这样欧洲债券市场就发展成为国际债券市场的核心，并占据了主导地位。1963 年，意大利高速公路在伦敦证券交易所上市发行了 60 000 张 250 美元面值一张的固定利率债券。

欧洲债券基本不受任何一国金融法令和税收条例的限制，发行前不需要在市场所在国提前注册，也不必披露信息资料；发行手续简便，自由灵活；多数的欧洲债券不记名，具有充分的流动性；通常同时在几个国家的资本市场发行。欧洲债券的发行人、发行地点和记值货币分别属于不同的国家，主要计价货币为美元、英镑、德国马克、瑞士法郎、日元等可自由兑换货币。例如，以美元为面值的称为欧洲美元债券，以日元为面值的债券称为欧洲日元债券等。

③ 全球债券。全球债券是指在世界各国资本市场同时发行和交易的国际债券，1989 年由世界银行首次推出，采用固定利率，期限为 2～20 年不等，流动性好，信用级别高。

(2) 国际股票市场。国际股票市场是指在国际范围内发行并交易股票的场所或网络。目前国际股票市场的特点是主要投资人是机构投资者，包括各种基金组织、金融机构、公司等，国际股票市场国际化趋势明显。

国际股票交易在 20 世纪 20 年代就有了一定的发展，大规模的交易则是在 60 年代伴随跨国公司的迅速发展而不断壮大起来的。70 年代后期，各国逐渐取消有关资本流动的限制，各国股票市场上的国际筹资和投资日趋活跃。80 年代后，新兴市场国家为吸引外资，也纷纷开放本国的股票市场，股票交易超越国界的成交量急剧上升。90 年代以来，随着全球金融一体化的不断深入，国际股票市场也进入一个加速发展阶段。目前世界三大股票市场分别是纽约股票市场、伦敦股票市场和东京股票市场。它们位于不同时区，交易时间正好衔接。各大股票交易市场采用先进的国际证券交易自动报价系统，通过卫星线路进行报价系统联网，对国际股票进行实时报价，从而形成 24 小时不间断的股票交易。

① 国际股票发行市场。国际股票发行市场又称一级市场，一级市场是一个无形市场，是国际股票发行人发行新股票，投资者购买新股票的运营网络。国际股票发行有两种情况，一种是新设立的股份公司第一次发行股票，另一种是原有股份公司为增资扩股发行新股票。

发行方式有公募和私募两种。公募是发行公司向社会上的投资者公开发行股票。公募的程序复杂，难度较大，发行人必须达到一定发行资格并向发行地证券管理部门办理注册登记或审核手续并公开信息。公募发行有活跃的流通市场，筹资潜力大，也可以提高发行人的信誉和国际知名度。私募发行是发行公司通过经纪商对少数特定的股票投资者发行的股票，主要是机构投资者和发行人有密切业务联系的公司等，私募发行的费用低，发行成

功可能性大，节省时间，但股票流通性差，股票的集中使发行公司的经营管理易受干预和控制。

② 国际股票流通市场。国际股票流通市场又称二级市场，是指已发行的国际股票在投资者之间转让买卖的场所或交易网络。国际股票流通市场的组成包括投资人、证券经纪人、证券交易自动报价系统、证券交易所、证券自营商、证券交易清算系统及证券监管机构等。它是国际股票市场最活跃的部分，为国际股票提供了流动性，推动了整个国际股票市场的发展。

国际股票流通市场目前可分为 4 个层次，其中主要国际性证券交易所处于核心地位，此外还有场外交易市场(over the counter market，OTC)，近年来场外交易市场又分离出两个市场：第三市场和第四市场。

证券交易所是有组织地进行股票集中交易的有形固定场所，提供完备的交易设施和快捷的清算信息服务，流动性很强。证券交易所一般有会员制和公司制两种组织形式，会员制是当前国际股票市场主要采用的组织形式。

场外交易市场也称柜台市场或店头市场，是主要的场外市场，是证券交易所之外从事股票交易的无形市场。证券商在自己的经营网点为许多未上市的股票提供柜台信息，对股票实行双向报价，即报出股票的买卖价格，一方面证券商用自己的资金买入股票，另一方面将股票转卖给投资者，投资者可委托证券经纪人通过电话、电报、电传等形式与证券交易商直接交易。美国的场外交易市场是世界最大的，其代表就是由 6 000 多家证券投资机构组成的 NASDAQ 市场，通过计算机终端网络，可以迅速报出所有从事场外交易的证券机构的股票价格。

第三市场是通过将原来在证券交易所上市交易的股票移至场外交易而形成的无形市场。第三市场发展的原因是股票投资机构化，由于机构投资者需要为场内交易的大额交易支付大笔佣金，一些证券商为吸引这类业务，适当缩小买卖差价，把上市股票的交易拉到场外进行，第三市场从柜台市场发展成独立的市场。

第四市场也是场外交易市场的扩展，是投资者直接进行股票交易的市场。第四市场也是机构投资者为大额交易节省交易费用而产生的，机构投资者的一些大额交易不通过券商，而是直接寻找交易方，私下协商成交。由于计算机自动报价系统和交易系统的发展，投资者之间的联系更加方便，第四市场得以发展。

③ 股票价格指数。股票价格指数反映股票市场走势，是市场上部分或全部股票平均价格变动的百分比，以某一时间作为基期，将基期的股票市场平均价格定为 100，然后用以后各期股价除以基期价格，将计算出来的百分比作为股票价格指数。

世界各国的股票市场都有自己的价格指数，影响较大的股票价格指数有道•琼斯股票价格平均指数、日经股票价格指数、英国金融时报股票价格指数、香港恒生股票价格指数等。

道•琼斯股票价格平均指数是美国历史最悠久的股票价格指数，也是世界影响最大、使用最广泛的股票价格指数，由道•琼斯公司创始人查尔斯•亨利•道(Charles Henry Dow)于 1884 年开始编制。1928 年 10 月 1 日首次公布了 30 家工业股票平均指数。目前的道•琼斯股票价格平均指数就是以 1928 年 10 月 1 日为基期计算出来的。道•琼斯股票价格平均指数有 4 种形式：道•琼斯工业平均指数，是由 30 家有代表性的大工业公司的股票价格加

权平均计算出来的；道·琼斯运输平均指数，是由美国 20 家铁路、轮船、航空公司的股票价格加权平均计算得出；道.琼斯公用事业平均指数，由 15 家最大的煤气、电力公司的股票价格加权平均计算得出；加权平均综合指数是由上述 3 个平均数的 65 种股票加权平均计算出来。

日经股票价格指数，全称是日本经济新闻社道氏股票价格平均指数。该指数由日本经济新闻社编写，采用道·琼斯股票价格指数的计算方法，以东京证券交易所的 225 种(现扩大到 500 种)上市股票价格加权计算求出，每天公布 6 次。

英国金融时报股票价格指数，是伦敦证券交易所采用的股票价格指数，由金融时报社编制。包括 3 种主要指数：第一种包括 30 种工业股票的指数，每小时计算一次；第二种由 746 种股票组成的综合性股价指数，每天计算一次；第三种是福奇指数，由伦敦证券交易所上市的 100 种股票组成。

香港恒生股票价格指数是香港股票市场上衡量股市行情的综合指标，也是分析亚洲地区股票行情变动的重要参考指标。恒生指数由恒生银行根据 33 种具有代表性的股票成分股，按其每天的收市价，算出当前这些上市公司的总市值，再与基日(1964 年 7 月 31 日)的资本总市值相比，乘以 100 作为当前指数，恒生指数每天公布 3 次。

7.2.4 国际黄金市场

1. 国际黄金市场概述

黄金既是国际结算的手段，具有世界货币的性质；同时又是一种商品，具有非货币性质。作为非货币性质的黄金同其他商品一样，通过黄金市场以买卖形式在世界各地流通或转移。因此，国际黄金市场既是国际金融市场最早出现的部分，也是世界各地黄金交易的场所。

黄金的需求主要有几个方面：①官方储备，各国央行、国际货币基金组织和国际清算银行都把大量黄金作为储备资产，国际收支逆差的国家常常在市场上购入黄金，增加储备，近年来大量贸易顺差国家也利用本币升值、金价较低的时候购买黄金，调整国际储备比例；②工业用途，黄金的工业用途极为广泛，主要用于电子、航天、化工、医疗器械和首饰制造等，首饰制造用量较大；③另外则是为了保值、投资、投机的私人储藏用途。

2. 国际黄金市场的交易

1) 黄金交易的主体和客体

黄金交易的主体就卖方而言，包括产金国的采金企业、从事空头交易的投机商、为解决外汇短缺和支付困难的各国央行、拥有黄金要抛售的团体或个人。就买方而言，包括以黄金为原料的工业企业或商业企业、从事多头交易的投机者、为增加官方储备的各国央行、为保值或者投资的购买者。此外一些国际金融组织，如世界银行、国际货币基金组织、国际清算银行等，出于不同目的和需要，也参与黄金市场的买卖。

黄金交易的客体主要有金条、金币、金丝和金叶等，其中最重要的是金条。大金条是专业金商和央行买卖的对象，小金条是私人和企业收藏的对象。金价按纯金的重量和成色来计算。

2) 黄金交易的方式

(1) 现货交易。是指交易双方成交后立即交割或者在 2 个营业日内进行交割的交易。伦敦和苏黎世是世界黄金现货交易中心，其他黄金市场的金价一般参照伦敦市场的定价水平，再根据本市场的供求状况决定价格。现货黄金交易分为定价交易与报价交易：定价交易只有单一价格，无买卖差价，成交后经纪人或金商只收取少量佣金；报价交易同时报买卖价，只限在规定时间内有效。

(2) 期货交易。黄金期货交易的目的是保值或投机，一般不进行黄金的实物交割，都在期满以前对冲了结。所以根据交易动机，分为保值交易和投机交易。保值交易是利用黄金期货价格与现货价格涨跌方面与幅度基本一致的特点，同时在期货和现货市场做反向的交易来对黄金的价格风险进行保值；投机交易则是通过对黄金未来价格走势的判断和预测，在期货市场上买空或卖空赚取价差收入。

(3) 期权交易。是指期权购买者在协议价格上买卖实物黄金或者黄金期货合同的权利。于期货合约不同，期权购买者可以实施购买的权利也可以放弃购买的权利。当金价变化对购买期权的人不利时，购买者可以放弃履行期权合约。

为满足黄金交易的需要，黄金交易工具也不断创新，如黄金杠杆合同、黄金券、黄金存单和黄金外汇平准基金等。

3) 黄金的计量标准

(1) 黄金的重量标准。国际上计量黄金的通用基本单位是金衡盎司，也称“特洛伊”盎司。盎司是英制的容量单位，又是其重量单位和质量单位，故称英两。

1 金衡盎司＝31.103 477 克＝1.097 14 常衡盎司＝0.831 010 6 司马两。

我国过去习惯以斤、两、钱为单位计重黄金。

旧制 1 市两＝31.25 克≈1 金衡盎司

(2) 黄金的成色要求。成色是指金银器物的纯度。①百分制：我国历来采用百分制来表示黄金的成色。纯金为 100%；10%为一成；1%叫一色。

俗话说“金无足赤”，纯金也并非百分百的足金。目前最先进的技术使黄金纯度可达 99.999%，也就是五九纯金。现实交易中能达到 99.99%，即四九纯金的纯度已是难能可贵了，实际上纯金最多的是指成色 99.98%的黄金。

② K 制：K 是 Karat 的第一个字母，是法文 Carat 派生而来的，本来是宝石的重量单位，后来被用做黄金成色的单位。

纯金分为 24 份，也叫 24K，每 K 的含金量为 4.166%，如 18/24，叫 18K，6/24 为铜、银等其他金属。K 金成色的计算方法为

$$18K = 4.166\% \times 18 = 74.99\%$$
$$24K = 4.166\% \times 24 = 99.98\%$$

由于 K 金多用于珠宝饰品的镶嵌、表壳和眼镜等，人们在购买金饰时，常看到饰品上标有 24K、18K 等纯度。不过饰品上打印的 K 数只能作为鉴定成色时的参考值，不能作为正式依据，而应以实际成色为准。

黄金成色除可以用英文字母 K、Kt 标注外，还可以用精确到三位数的阿拉伯数字表示，如“750”，表示含金量 750‰，相当于 18K 金。对于含金量不低于 950‰的黄金饰品，亦可以用汉字“足金”来标示。

4) 国际黄金市场的价格

影响黄金价格的因素有很多，决定黄金价格长期走势的主要因素是黄金的供求关系。目前，黄金的生产国中，南非是世界最大的产金国，占世界总产量的1/3，前苏联曾是世界第二大产金国，占世界总产量的1/5，其他主要产金国有加拿大、美国、巴西等，黄金生产具有垄断性。近20年黄金产量基本稳定在1 300～1 700吨，从长期趋势看，黄金产量年平均增长率呈下降趋势，所以黄金总供应量进入20世纪90年代后也呈下降趋势。影响黄金价格的短期因素比较复杂，包括通货膨胀、利率和汇率、国际石油价格、各国对黄金价格政策和重大国际事件等。若世界性通货膨胀持续，纸币经常贬值，人们为了保值会纷纷抢购黄金和其他面值稳定的硬通货，导致金价上升。若主要国家货币汇率下跌，市场利率降低，人们也会出于保值心理而购买黄金，使金价上升。当国际石油价格处于较低价位时，人们对通货膨胀的前景看好，投资黄金保值的压力减轻，金价就会下降。政治因素也会对黄金价格产生较大影响，战争和突发政治事件会不同程度地使金价上涨，如“9·11事件”后黄金价格在美元连续大幅贬值和伊拉克战争等事件作用下持续上涨。

3. 世界主要的黄金交易市场

黄金交易分为场内交易和场外交易，场内交易是在有形市场即黄金交易所进行；场外交易是无形市场即主要在银行和其他金融机构间进行。

全球黄金市场主要分布在欧洲、亚洲、北美洲3个区域，伦敦、苏黎世、中国香港、纽约、芝加哥为五大国际黄金市场，其市场价格的形成和交易量对世界上其他市场有很大影响。伦敦是世界最大的黄金现货交易市场，纽约和芝加哥是世界最大的黄金期货、期权交易中心。伦敦黄金市场报价作为世界黄金市场上的代表性价格，每个营业日进行两次定价交易：上午为10:30，下午为3:00，报价交易在定价交易时间外进行。伦敦市场收市后，交易转到纽约继续进行交易，纽约市场收市2小时后，由香港黄金市场开市交易，这样，世界黄金市场交易基本上是24小时连续不断交易，并连成一体。

7.3 欧洲货币市场

7.3.1 欧洲货币市场的概念

欧洲货币又称境外货币，是指货币在原发行国领土以外被存储和借贷的各种货币的总称。欧洲货币并非指欧洲国家的货币，“欧洲”也不是地理意义上的概念，而是“境外”和“离岸”的意思。欧洲货币实际上是境外货币，货币前被冠以“欧洲”是因为最初是由于这种境外存放、借贷业务开始于欧洲，所以习惯上被称作欧洲货币。

欧洲货币市场是经营欧洲货币借贷业务的市场，也叫离岸金融市场或境外市场，是当前国际金融市场的核心。欧洲货币市场最初起源于20世纪50年代末的英国伦敦，最早出现的欧洲货币是欧洲美元，即境外美元，因而也叫欧洲美元市场，后来这个市场不断扩展到欧洲英镑、欧洲马克、欧洲日元、欧洲瑞士法郎等货币。欧洲货币市场以伦敦金融市场为核心，扩展到了现在的西欧、美国、加拿大、新加坡、中国香港、巴拿马等地，因此欧洲货币市场并不仅限于欧洲，而是境外货币市场的总称。从这个意义上讲，欧洲货币市场也包括新近出现的亚洲货币市场。

7.3.2 欧洲货币市场形成的原因

二战后，美国对西欧提供大量经济援助和军事援助使大量美元流入西欧。英国政府出于对战后经济振兴和恢复英镑地位的考虑，准许伦敦的商业银行接受美元存款和美元信贷业务。20 世纪 50 年代初，美国在朝鲜战争中冻结了中国存放在美国的资金。苏联和东欧的国家唯恐其在美国的资产被冻结，便将其美元存款转移至苏联在巴黎开设的北欧商业银行和伦敦的莫斯科国民银行及其他国家的银行里。这笔巨资多数存放于伦敦，这就形成了巨额境外美元的来源。欧洲货币市场形成的主要原因如下。

1. 英国的保卫英镑政策

1956 年，英法联合入侵埃及，致使英国的国际收支严重恶化，外汇短缺，产生英镑危机。在这种情况下，英国为了保卫英镑加强外汇管制，禁止英国商业银行用英镑对英镑区以外的国家和地区进行贷款，并批准经营美元存放借贷业务，迫使伦敦的商业银行纷纷转向美元，开始系统地经营美元借贷。这样，一个在美国境外经营美元存放款业务的新兴欧洲美元市场最终产生了。

2. 美国跨国银行与跨国公司逃避美国金融法令的管制

20 世纪 30 年代经济危机后，美国商业银行付给定期存款的利率就由美联储和美国联邦存款保险公司规定最高限度，即《Q 项条例》。根据此条例，美国银行定期存款的利率不得超过美联储规定的水平。20 世纪 60 年代中期后，市场利率开始上升，美联储规定的定期存款利率为 4%，而市场利率已上升到 5%～6%，这使银行的存款利率缺乏存款吸引力，于是大批存款人从银行提出存款，并转存到欧洲货币市场，而国内银行为了国内贷款业务，不得不到欧洲货币市场借取资金，调回国内使用。美国银行在欧洲市场的借款行动，又刺激了欧洲美元利率的上涨，这诱使更多的美元从美国转移到欧洲市场，进一步刺激了欧洲货币市场的发展。

刺激欧洲货币市场的另一项美国货币政策是《M 项条款》，该条例规定美国的商业银行需要交纳存款准备金比例。条例仅仅限制了国内银行的业务，对外国银行和美国跨国银行的国外分行并不发生影响。因此，在欧洲分行的欧洲美元存款没有准备金要求，在那里的分行可以使用总行的资金为客户提供贷款，以增加银行的盈利。

此外，美国政府为缓解国际收支危机，在 1963 年 7 月对居民购买外国在美发行的有价证券要征收利息平衡税，规定美国人购买外国有价证券所获得的高于本国证券利息的差额，必须作为税款缴纳，实际上这是对外国公司关闭了美国资本市场。1965 年为了控制金融机构对外贷款规模，美国政府颁布了自愿限制对外贷款指导方针，1968 年颁布了国外直接投资规则，直接限制有关机构的对外投资规模。所有这些限制资本外流的措施，都迫使美国和外国的跨国公司转向欧洲货币市场。

3. 美国的国际收支逆差

二战后初期，美国按照“马歇尔计划”对海外进行了大规模军事援助和资本输出，使得大量美元流入外国工商企业、商业银行和中央银行手中。美国的国际收支逆差开始扩大，资金外流加剧，获得国际收支盈余的国家将美元大量存放在西欧各国银行，为欧洲美元提

供大量资金。20 世纪 50 年代末，西欧一些国家取消了外汇管制，恢复了货币的自由兑换和资本的自由流动，美元在欧洲可以自由买卖，欧洲境外货币的种类也大大增加，为欧洲货币市场的顺利发展铺平了道路。

4. 德国、瑞士等西欧国家的倒收利息政策

20 世纪 60 年代，美元危机爆发，抢购黄金和其他硬通货的风潮时有发生。这时一些西欧国家，如德国和瑞士等国家为了保护本币和金融市场的稳定，抑制国内通货膨胀，曾对非居民持有自己国家货币采取不付利息或倒扣利息等措施来加以限制，而对非居民的外币存款给予鼓励。国际垄断组织及银行为获取德国马克和瑞士法郎升值的利益，逃避倒收利息的损失，将手中的德国马克和瑞士法郎存储于他国市场，使欧洲美元市场扩大而演变成为欧洲货币市场。

5. 美国政府的纵容态度

境外美元的出现，是逃避美国金融政策法令的一个结果，但美国政府对此又采取了一种纵容的态度。众所周知，二战后一直到 1971 年 8 月 15 日以前，美国对外国政府或中央银行承担美元纸币兑换成黄金的义务。大量美元在境外辗转借贷存储，无须换成黄金，从而减轻了美国政府兑换黄金的压力，对美国黄金储备的减少有缓冲作用，并为美国转嫁其通货膨胀开辟了新途径，对美国有利。当然，境外美元的存在，逃避了美国政府的法令管制，对减缓美元危机不利。但美国当局权衡之下，还是采取纵容放任的态度。

7.3.3 欧洲货币市场与离岸金融中心

欧洲货币市场形成后范围不断扩大，分布地区已不仅局限于欧洲，很快扩展到亚洲、北美洲和拉丁美洲。欧洲货币市场最大的金融中心是伦敦，加勒比海地区的巴哈马、欧洲卢森堡的业务量稍逊于伦敦，其他各大金融中心也分散地经营其境外货币的业务。

欧洲货币市场与离岸金融中心(offshore centre)同为经营境外货币的市场，但前者是境外货币市场的总称，后者是具体经营境外货币业务的一定地理区域，吸收并接受境外货币的储存，然后再向需求者贷放。根据业务对象、营运特点、境外货币的来源和贷放重点的不同，离岸金融中心可分为以下 4 种类型。

1. 功能中心

功能中心主要指集中诸多外资银行和金融机构，从事具体存储、贷放、投资和融资业务的区域或城市，它又分为集中性中心和分离性中心。

1) 集中性中心

集中性中心是内外融资业务混在一起的一种形式，金融市场对居民和非居民开放，如伦敦和中国香港金融中心。

2) 分离性中心

分离性中心是限制外资银行和金融机构与居民往来的一种内外分离的形式，只准非居民参与离岸金融业务，代表是新加坡和纽约的“国际银行设施”。

2. 名义中心

这种离岸中心多集中于中美洲各地，如开曼、拿骚和百慕大等地，是国际银行和金融

机构理想的逃税乐土。这些中心不经营具体融资业务，只从事借贷投资等业务的转账或注册等事务手续，这种中心也叫簿记中心。

3. 基金中心

基金中心主要吸收国际游资，然后贷放给本地区资金需求者。以新加坡为中心的亚洲美元市场就属于这种，资金来自世界各地，而贷放对象主要是东南亚国家联盟(以下简称东盟)成员或临近的亚太地区国家。

4. 收放中心

收放中心与基金中心相反，它主要是筹集本地区多余的境外货币，然后贷放给世界各地的资金需求者。例如，亚洲的巴林，主要吸收中东石油出口国的巨额石油美元，然后贷放给世界各地的资金需求者，也通过设立在当地的外资银行与金融机构积极参与国际市场的各项金融业务。

7.3.4 欧洲货币市场的特点

欧洲货币市场集中了大量境外美元和境外欧洲货币，大型跨国公司、企业从这个市场借取自己所需要的资金，外国中央银行与政府也从这个市场进行资金融通，以调节本国金融市场，欧洲货币市场业务量大，信贷金额增长速度快，超越了传统的各大国际金融市场。这个市场发展速度与信贷规模如此之大，与欧洲货币市场本身具有的特点是分不开的。

1. 经营环境自由

欧洲货币市场的货币当局对银行及金融机构从事境外货币的吸存贷放，一般管制都很松。经营活动不受当地政府金融政策、法令的管辖和外汇管制约束；借款条件灵活，不限制用途；允许免交存款准备金；非居民可以自由进行外币资金交易、自由转移资金。因此，一些发展中国家政府或企业常在此借取资金来发展经济。

2. 资金调拨方便

欧洲货币市场，特别是以英国伦敦为中心的境外货币市场，银行机构林立，业务经验丰富，融资类型多样，银行遍布世界各地，通信发达，资金调拨非常方便。由该市场取得资金融通后，容易调换成各种所需货币，可以在最短时间内将资金调拨至世界各地。

3. 存贷款利差优势

欧洲货币市场的利率一方面与各发行国国内利率有密切联系，一方面又不受法定准备金的存款利率最高额的限制。它以伦敦市场的银行同业拆放利率为基础，存款利率略高于货币发行国国内的存款利率，贷款利率略低于货币发行国国内的贷款利率，存贷款利差为0.25%～0.5%，大大低于传统市场，借此增强其竞争优势，招揽顾客。

4. 税费负担少

这个市场的税赋较轻，银行机构各种服务费用较低，从而降低了融资者的成本。

5. 可选择货币多样

市场多提供的资金不仅限于市场所在国的货币，而是几乎包括所有主要西方国家的货币，从而为借款人选择借取的货币提供了方便条件。

6. 资金来源广泛

欧洲货币市场的资金来源于世界各地，所以资金规模庞大，打破了资金供应者仅限于市场所在国的限制，从而使非市场所在国的资金拥有者也能在该市场上进行资金贷放。同时，借款人也不受国籍限制。

7. 方便的地理位置

欧洲货币市场的形成不以所在国强大的经济实力和巨额的资金积累为基础，只要市场所在国家或地区政治稳定、地理方便、通信发达、服务周到，实行较为突出的优惠政策，就可能发展成为这种国际金融市场。

7.3.5 欧洲货币市场的构成

欧洲货币市场按业务性质不同，可分为欧洲短期资金借贷市场、欧洲中长期信贷市场和欧洲债券市场。

1. 欧洲短期资金借贷市场

欧洲短期资金贷款借贷市场又叫欧洲资金市场，该市场的业务主要是进行 1 年期以内的短期资金拆放。欧洲短期资金市场形成最早、规模最大，其余 2 个市场都是在其基础之上发展起来的。

1) 资金来源

(1) 银行间同业存款。一些欧洲的银行将多余的存款转存于其他银行以赚取利息，成为短期资金的来源之一。

(2) 非银行的存款。主要是跨国公司、其他工商企业、个人及非银行金融机构的境外货币存款。

(3) 西方国家和发展中国家(主要是产油国)的中央银行为了获取利息收入或保持储备货币的多样化，将其一部分外汇储备存入欧洲货币市场。

(4) 国际清算银行的存款。国际清算银行除了办理西方国家的多边清算外，还受理大量各国中央银行的存款，把这些存款投入短期借贷市场，是该市场另一个主要资金来源。

2) 资金流向

(1) 商业银行。商业银行间的借贷是欧洲短期借贷市场最重要的贷放去向，也是该市场资金借贷的核心。由于大商业银行对这个市场的控制，中小商业银行获得贷款后，再贷给最终用户。因此，大商业银行与中小商业银行之间的转贷款在短期资金借贷市场占有一定比重。

(2) 跨国公司和工商企业。由于该市场资金供应充足，贷款条件方便灵活，贷款使用方向不受限制，筹资费用相对低廉，因此跨国公司和工商企业便成为该市场最重要的资金需求者，也是贷款投放的最终使用人。

(3) 西方国家的地方市政当局和公用事业单位。一些国家的地方当局为弥补财政收入的暂时短缺，公用事业和国营企业为筹集短期资金的需要，也从这个市场取得贷款，成为贷款投放对象。

3) 欧洲短期信贷市场的特点

(1) 期限短。大多数信贷的期限为 1 天、7 天、30 天、90 天，少数期限为半年或 1 年。

(2) 批发性质。一般每笔短期信贷金额都比较大，通常起点为 25 万美元和 50 万美元，一般为 100 万美元，1 000 万美元以上的交易也较多，有时甚至达到 1 亿美元，所以该市场参加者多为大银行和企业机构，很少有个人参加。

(3) 条件灵活。该市场无论在借款期限、借款货币种类及借款地点等方面，都有较大的选择余地。借款期限完全由借款人自己决定；借款货币种类选择也可以自行挑选，既可以根据支付需要选择，也可以根据成本高低选择；欧洲货币市场范围广阔，借款地点可以任意选择，既可以根据支付地点选择，也可以根据利息率高低进行选择。

(4) 存贷利差小。欧洲货币市场的存款利率一般略高于国内，贷款利率通常略低于国内市场，存贷利差小。所以欧洲货币市场对于借款人和贷款人来讲都富有吸引力。

(5) 无需签订协议。短期借贷通常发生于交往有素的银行和企业或银行与银行之间，彼此了解，信贷条件相沿成习，双方均明悉各种条件的内涵和法律责任，不需签订书面贷款协议，一般通过电信联系，双方即可确定贷款数额与主要贷款条件。

2. 欧洲中长期信贷市场

欧洲中长期信贷市场又称欧洲资本市场，主要业务活动是进行期限在 1 年以上至 10 年左右的中长期欧洲信贷。欧洲信贷的主要贷款人是银行，与短期信贷不同的是，借款人不是银行，而是大的跨国公司、国际组织和政府。商业银行贷款是欧洲中长期信贷市场的主要贷款形式。

1) 欧洲中长期信贷的资金来源

(1) 吸收短期欧洲货币存款。这部分存款包括石油输出国短期闲置的石油美元，跨国公司或一般企业在资本循环中暂时闲置的欧洲货币资金，以及一些国家中央银行的外汇储备。

(2) 发行欧洲票据筹集到的短期资金。欧洲债票的期限均在 1 年以下，票面利率略高于 LIBOR。尽管债票期限短，但是到期后可续发新的债票，偿还旧的债票。所以这种滚动发行保证了持续的资金来源，以用于中长期贷款。

(3) 发行大额银行存款单。

(4) 本行系统内的资金调拨。欧洲货币市场或离岸金融中心的本国银行和外国银行的分支行网络密布，一旦本身资金不能满足中长期贷款需要时，可以从总行或者分行临时调拨资金，这也是发放贷款的主要资金来源。

2) 欧洲中长期信贷的资金流向

欧洲中长期信贷的资金主要流向外国政府、国际组织、大的跨国公司、中央银行和其他银行及非银行金融机构等。

3) 欧洲中长期信贷的特点

由于中长期信贷的期限长，金额大，世界性政治经济变动对其影响较大，贷款银行存在的潜在风险较大，因此，欧洲货币市场中长期贷款与国际金融市场中长期贷款具有相同特点：

(1) 需要签订贷款协议。

(2) 政府担保。

(3) 以联合贷放为主，即银团贷款(辛迪加贷款)，由数家甚至数十家银行联合起来提供贷款。

(4) 实行浮动利率。在贷款期内，每 3 个月或者半年根据市场利率的实际情况，随行就市，调整利率。

3. 欧洲债券市场

欧洲债券是指欧洲货币市场上发行的以市场所在国家以外的货币所标示的债券，进行欧洲债券交易的场所即为欧洲债券市场。欧洲债券与传统的外国债券不同，它不在面值货币国家的债券市场发行，例如，面值为美元的欧洲债券是在美国以外的其他几个国家同时发行。通常由一些国家的银行和金融机构建立的国际承销辛迪加出售，并由有关国家向投资人提供担保，因此欧洲债券市场的借贷双方都有国际性。

1) 欧洲债券市场的发行程序

(1) 确定牵头经理机构，组建经理集团，由经理集团与借款人共同确定债券发行条件。

(2) 组成承购辛迪加(债券发行组织机构：牵头银行、代理机构、承购机构和销售机构)，指定负责偿还本金和利息的支付代理机构，起草全部法律文件和债券发行说明书。

(3) 经理集团与借款人最后共同确定债券的定价条件，并经包销商机构接受，即正式签订认购协定。

(4) 宣布发行债券，在一级市场销售。

(5) 发行期(一般为两周)满，各辛迪加成员将销售债券的款项存入牵头经理所设的账户，借款人也根据认购协定获得资金，辛迪加包销集团即告解散。

2) 欧洲债券市场的种类

(1) 固定利率债券。固定利率债券是指利率固定的债券，它在利率相对稳定的情况下比较通行，但是在利率不断发生急剧变化时，它的发行会受到影响。20 世纪 70 年代末期后，由于西方利率波动很大，固定利率债券的发行呈相对减少的趋势。

(2) 浮动利率票据。浮动利率票据是利率可以调整的票据，一般是根据短期存款利率的变化每 6 个月调整一次。其利率的确定往往以某些利率(如 LIBOR)为基准再加上一定的百分点。浮动利率票据的实际期限为 5～15 年，但也有期限更长的，甚至还出现没有最终期限的永久性浮动利率票据。大多数浮动利率票据在进入市场一段时间后，由发行者用借新还旧法提前赎回。

(3) 可转换债券。可转换债券综合了债券和股票的特点，是债券市场上得到广泛接受的一种创新，它向债券持有人提供了在未来某个时日或时期得以根据事先确定的条件把债券转换成另一种证券或资产的选择权。

(4) 授权证债券。授权证债券是作为可转换债券的一种竞争物而在国际债券市场上出现的。授权证的功能是授予持票人一种权利，根据协定的条件可购买某些其他资产，所以它实际上类似于一份对有关资产的买入期权。

(5) 合成债券。合成债券是一种把固定利率债券和互换交易一类的变形工具结合起来的金融产品。合成债券适合信用评级较低的借款者使用，因为他们难以进入固定利率债券市场，但通过合成债券形式可以实际利用固定利率市场。近几年在欧洲债券市场上得到广泛应用，尤其是日本借款人。

3) 欧洲债券市场的特点

40 多年来欧洲债券市场得到了迅猛的发展，这和它的特点是分不开的：

(1) 发行手续简便，无须市场所在国批准，不受任何国家法律约束，且可自由选择市场通行货币。

(2) 发行费用和利息成本比较低。欧洲债券的发行费用大约是该债券面值的 2.5%；此外利率成本也较低，美国跨国公司常能以比美国国内市场价格稍低的费用在欧洲债券市场上筹得资金。

(3) 欧洲债券的利息收入可免除所得税，或者不预先扣除借款国家的税款。另外是以不记名形式发行，并可以保存在投资者的所在国外，从而使投资者可以逃避国内所得税。这两种情况对债券投资者很有吸引力。

(4) 流动性比较强，有一个富有效率和活力的二级市场，可使债券持有人比较容易地转让债券取得现金。

(5) 安全系数比较高，发行者主要是跨国公司、大企业集团、各国政府和国际组织，这些借款人一般来说都有极好的资信，因此对投资者来说比较安全。

4) 欧洲债券市场对世界经济的影响

欧洲货币市场自形成 40 多年来，已逐步发展成为国际金融市场的核心。对世界经济产生的影响越来越广泛和深刻，这些影响既有有利的方面，也有不利的方面。

(1) 有利影响

① 欧洲货币市场为各国经济发展筹集资金提供了便利。20 世纪 60 年代后期，日本为满足本国经济的发展，从欧洲货币市场借入了 42 亿美元的贷款，1974—1977 年又从该市场借入约合 63 亿美元的贷款，欧洲货币市场成为日本经济高速发展所需资金的重要来源。目前，发展中国家私人企业所借的资金有 3/4 来自于欧洲货币市场。

② 欧洲货币市场促进了国际贸易的发展，为国际贸易融资提供了方便，在一定程度上满足了对国际清偿能力增长的需要。例如，发展中国家大量利用欧洲货币市场的资金从发达国家进口生产设备和技术，促进经济快速发展。

③ 欧洲货币市场部分解决了某些西方国家国际支付手段不足的困难，成为其国际收支逆差的一个补充手段。

④ 欧洲货币市场实现了国际大规模资金转移，推动了跨国公司国际业务的发展。

(2) 不利影响。

① 欧洲货币市场借贷业务突出的现象是“存短放长”，存款绝大部分是 1 年以下的短期资金，比例高达 95%，但从 20 世纪 70 年代以来借款资金却趋于长期。跨国公司和其他国际客户对中长期资金需求增加很快，因而欧洲货币市场放款多半是中长期的。所以金融市场一有风吹草动，就会引起资金周转不灵等问题。这些资金通过银行的多次转存，形成锁链式的借贷关系，一旦客户纷纷提取存款，许多银行资金周转不灵时，就可能导致金融崩溃。

② 欧洲货币市场使外汇投机增加。因为这个市场的大部分短期资金几乎全部用于外汇交易，套汇活动和套利活动相结合，大量资金通过这类活动在几种货币间频繁移动，会使汇价发生剧烈的波动。

③ 欧洲货币市场加速了各国间的资金移动，使各国的金融政策更加难以贯彻。例如，

西方国家为了反通货膨胀而采取紧缩银根的措施，但国内银行和工商企业却可以从利率低的欧洲货币市场借入资金，从而削弱或抵消了本国政府紧缩政策的效力；当政府为了刺激经济而放松银根时，大量资金为了追求高利率而流向欧洲货币市场，各国政府不得不提高国内利率防止资金外流，这样一来，放松银根就难以贯彻了。

④ 欧洲货币市场上，大量游资冲击金价、汇价和商品市场，不可避免地要影响到各国的物价水平。例如，当投机商用大量欧洲美元抢购硬通货时，一些国家为了稳定本国货币而收购美元，从而使本国货币供给量增加并引起物价上涨，这就是“输入性通货膨胀”。

阅读资料 7-1

欧洲货币市场的延伸——亚洲货币市场

亚洲货币市场是存储和流通在亚洲地区的境外货币的市场，实际上是欧洲货币市场的一个重要分支。这个市场交易额的 90%以上是美元贡献的，因此又称为亚洲美元市场。

最早发展起来的是新加坡亚洲美元市场，它是亚洲货币市场的存放中心。1968 年 10 月，新加坡政府接受了美洲银行的建议，允许美洲银行新加坡分行内部设立一个“亚洲货币单位”，以欧洲货币市场的方式吸收非居民存款，向非居民提供外汇交易和资金信贷业务。新加坡政府规定亚洲美元货币单位不能参与国内交易，须另立单独账户。以后，新加坡政府采取一系列放松管制的措施，如取消非居民存款的利息预扣税和非居民持有亚洲美元债券的利息税等。这些措施促使亚洲货币单位的数量由 1 家增加至 1988 年 3 月的 190 家，资产规模猛增至 2 382 亿美元，在世界离岸金融中心居于第五位。中国香港很早就存在免税的境外货币借贷市场，但离岸金融业务迅速发展是在 1974 年之后。香港没有中央银行，当局实行“积极的不干预”政策，使香港的金融业务保持最大限度的经营自由。居民和非居民从事境内、境外业务均不受限制，从而逐步形成了内外一体的混合型离岸金融中心。作为离岸金融中心，香港主要从事非居民间的外币借贷，调节地区间的资金流向，并使银行之间互通有无。香港金融机构的对外负债主要来自西欧和中东，而对外债权主要在亚太地区。

东京离岸金融中心正式成立于 1986 年 12 月 1 日，目前已成为世界主要的离岸金融中心之一。在东京经营离岸金融业务的银行须获得财务省批准，离岸金融业务须另设账户来处理，从而与国内金融业务完全分离。拥有离岸账户的银行能够以任何一种货币对所有的非居民客户提供存款业务。此账户免征利息预扣税，而且没有存款准备金和存款保证金的要求。

亚洲货币市场的主要功能是聚集银行同业存款，中央银行外汇储备，基金组织、各种政府机构、跨国公司及私人的闲置资金，将之转化为短期或中长期资金，来解决亚太地区发展经济的资金短缺问题。当亚洲国家或地区遇到国际收支不平衡或面临本国(地区)无力承担的大规模建设时，都会从亚洲货币市场筹集资金。亚洲货币市场的产生和发展为亚太地区的经济活动提供了融通资金的便利场所。

(资料来源：陈长民. 国际金融[M]. 北京：中国人民大学出版社，2010.)

7.4 金融衍生工具市场

20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体后，金融环境发生了很大的变化，利率、汇率和通货膨胀呈现极不稳定和高度易变的状况，使金融市场的价格风险大增。汇率、利率及相关股市价格频繁变动，使企业、金融机构和个人时时刻刻生活在金融市场价格变动的风险之中，迫切需要规避市场风险。作为新兴风险管理手段，在信息通信技术的推动下，以期货、期权和互换为主体的金融衍生工具(financial derivative products)应运而生。

7.4.1 金融衍生工具市场概述

金融衍生工具又称派生金融工具，是指在股票、债券、货币、外汇、存贷款等基础金融资产或原生金融资产交易基础上派生出来的创新金融产品。它是交易者为转嫁风险的一种双边合约，其价值取决于或派生于基础金融资产的价格及其变化。

金融衍生工具市场是相对于货币市场、资本市场等基础市场而言的，以各种金融衍生工具为交易对象的市场。按照交易场所不同，金融衍生工具市场可分为交易所市场和柜台交易市场；按交易类型不同，金融衍生工具市场又可分为：金融期货市场、金融期权市场和其他金融衍生工具市场。

金融衍生工具市场的特征如下。

(1) 金融衍生工具市场将原生金融资产的买卖合约变为期货合约，将买卖某种金融资产履约或不履约的选择权变为可以交易的商品。因此，金融衍生工具市场交易的对象是合约，而不是合约所载明的标的物。

(2) 因为金融衍生工具市场是在原生金融资产现货市场上派生出来的市场，所以在金融衍生工具市场进行交易的各衍生工具的价格受其原生金融资产现货市场价格的制约。例如，股票指数的变化会影响股票价格指数期货的价格。

(3) 金融衍生工具市场的运作机制具有高财务杠杆的性质特点。市场交易者必须交付一定比率的保证金或保险费进入市场，而交易的合约价值则数倍于保证金或保险费。交易者借此“以少搏多”，用较低的成本进行汇率与利率风险的管理。由于汇率、利率波动频繁，也为投机者提供了方便条件。

7.4.2 金融衍生工具的类型

作为不断创新的金融产品，金融衍生工具的种类日趋增多而繁杂，关于衍生品的种类划分方法也不一致。国际清算银行将衍生品划分为远期协议、期货、互换和期权 4 类。30 人小组(group of 30)将其划分为远期类和期权类。其中远期类包括远期合约、期货和互换；期权类包括期权、利率上限(interest rate caps)、利率下限(interest rate floors)、利率双限(interest rate collars)、互换期权和期货期权等。下面择要对主要的金融衍生工具进行介绍。

1. 金融远期合约

1) 金融远期合约的含义

金融远期合约(financial forward contract)是最简单的衍生工具，是指买卖双方约定在未来某一确定时间，按照事先约定的价格，以预先确定的方式买卖一定数量的某种金融资产的合约。远期外汇合约最早产生在 19 世纪 80 年代的奥地利维也纳，而远期利率协议是在 20 世纪 80 年代中期国际金融市场上产生的金融创新产品。

远期合约中规定了交割时的价格，如果这一价格与合约履行时现货市场上相同产品的价格不一致，则合约的买方和卖方就会产生相应的损益。如果履行价格 K 低于合约履行时的现货价格 St，则合约的买方可以在期货市场上以 K 的价格买入，同时将这些产品以 St 的价格在现货市场上卖出，从中获利，合约卖方则发生相应亏损。当 K 大于 St 时，买卖双方的盈亏情况正好相反。

远期合约交易的优点在于能够根据交易双方的具体需求确定未来交割对象的期限和数量，这样不仅规避了价格风险，也更能满足各种具体情况。但同时也带来了合约非标准化的问题，使远期合约的二级市场很难发展起来。因此，远期交易绝大多数是买卖双方直接交易，极少在交易所中进行交易。

2) 金融远期合约的品种

金融远期合约的品种按基础工具可划分为以下 4 类。

(1) 股权类资产的远期合约。包括单个股票的远期合约、一篮子股票的远期合约和股票价格指数的远期合约 3 个子类。

(2) 债券类资产的远期合约。主要包括定期存款单、短期债券、长期债券、商业票据等固定收益证券的远期合约。

(3) 远期利率协议。远期利率协议是指按照约定的名义本金，交易双方在约定的未来日期交换支付浮动利率和固定利率的远期协议。

(4) 远期汇率协议。远期汇率协议是指按照约定的汇率，交易双方在约定未来日期买卖约定数量的某种外币的远期协议。

2. 金融期货交易

1) 金融期货交易的含义

金融期货交易是相对于商品期货交易而言的，是指以金融商品为交易对象的一种买卖行为，确切地说，是约定在将来特定时间里，以交易所内规定的价格，买卖一定数量的某种金融商品的标准化合约。从事金融期货交易的场所，即为金融期货市场。

2) 金融期货交易的产生与发展

金融期货交易相对于商品期货交易来说出现得晚些，后者已有 100 多年的历史，而前者是在 20 世纪 70 年代才出现的。1972 年 5 月，美国芝加哥商品交易所的国际货币市场首次开拓了外币对美元的期货交易，亦即外汇期货交易或汇率期货交易。产生这种新式期货的原因是当时的国际通货动荡，以及投机风气日盛。1960 年以来，美元危机经常爆发，许多国家越来越多地要求向美国兑换黄金，致使美国黄金大量流失，最后不得不实行“新经济政策”，停止兑换黄金，即所谓的“尼克松冲击”。这个冲击最终使布雷顿森林体制崩溃，接着各国纷纷实行浮动汇率。这时期国际货币制度比较混乱，汇率波动频繁、投机盛行，贸易商急切地需要新的可避免外汇风险的手段。于是芝加哥商品交易所就按照商品期货市场交易的原理，推出了外汇期货交易，接着在 1975 年以后又相继推出了各种利率期货，当年 10 月该交易所推出了政府住宅抵押证券的期货交易，1977 年 8 月与 1979 年 6 月先后推出了长期和中期国库券期货交易，1977 年 9 月和 1979 年 5 月又先后推出了 90 天和 30 天的商业票据期货交易。到 1982 年，在美国期货市场的总成交额中，外汇期货的成交额占了近 10%，利率期货成交额占 26%。1982 年 2 月，美国堪萨斯农产品交易所又首创股票指数期货交易，随后纽约期货交易所和美国股票交易所也开办了此项新业务。总之，金融期货的发展使任何反映经济动向的数据均被商品化。金额期货交易自美国推出后，世界其他各国和地区相继仿效，伦敦、新加坡、多伦多、悉尼等亦都先后开办金融期货交易并初具规模。东京金融市场也先后开办债券期货交易、股票指数期货交易，并于 1989 年 6 月开设东京金融期货交易所。2005 年，芝加哥商业交易所推出了以美元、日元、欧元报价和现金结

算的人民币期货及期货期权交易，不过由于人民币汇率并未完全实现市场化，这些产品的交易并不活跃。

3) 金融期货的交易品种

金融期货按基础工具可划分为 3 种类型：外汇期货、利率期货和股票类期货。另外，芝加哥期货交易所还开设有互换期货，芝加哥商品交易所开设有消费者物价指数期货，鉴于这些品种较为少见，故不作专门介绍。

(1) 外汇期货。外汇期货也称货币期货，是以外汇为基础工具的金融期货合约，是金融期货中最先产生的品种，主要用于规避外汇风险。

(2) 利率期货。

① 利率期货的概念。

利率期货是继外汇期货之后产生的又一个金融期货类别，其基础资产是一定数量的与利率相关的某种金融工具。利率期货主要是为了规避利率风险而产生的。利率期货是指买卖双方按照事先约定的价格在期货交易所买进或卖出某种价格的有息资产，而在未来一定时期内进行交割的一种金融业务。

② 利率期货的种类与交易惯例。

利率期货种类繁多，通常可分为短期利率期货(如欧洲美元存单期货、短期国库券期货、可转让存单期货等)和中长期利率期货(如中长期国债期货、债券指数期货等)。

在利率期货交易中，各种利率期货的合同金额、报价、价格波动幅度、合同交割月份、交割方式都有规定。利率期货合同的报价采用贴现方式算出，即根据市场利率或债券的年收益率与 100 之差(称为指数)算出。例如，市场利率或债券收益率为 8%，则报价 92 元。利率期货价格变动是以点(Point)为最小基数，1 点＝0.01%，利率变动 1%就是 100 点。利率期货合同交割月份为 3 月、6 月、9 月、12 月。

③ 利率期货的应用。以现货市场作为基础，运用利率期货交易达到保值目的即为套期保值，与运用外汇期货进行套期保值一样，运用利率期货同样也可以进行多头套期保值和空头套期保值。

A．利率期货的多头套期保值。利率期货的多头套期保值是指保值者通过利率期货市场上的多头交易来规避现货市场上利率下降的风险。

例如，美国一证券投资者 1 月 1 日决定，欲在半年后的 7 月 1 日现货市场购买 100 万美元、年利率为 8%的半年期国库券，该投资者预期利率将要下降，为固定收益(8%)，防止国库券价格上涨，该投资者进行以下操作：

1 月 1 日买入两手期限为半年的 50 万美元国债期货合约，年利率为 8%，合约价值为

$$50\times2\times(1-8\%\times180/360)=96\text{ 万(美元)}$$

半年后的 7 月 1 日，由于利率下降至 6%，该投资者在现货市场上购买 100 万美元国库券需支付：

$$100\times(1-6\%\times180/360)=97\text{ 万(美元)}$$

7 月 1 日购买国债的实际成本比 1 月 1 日的预期成本贵 1 万美元。

但是，7 月 1 日，该投资者在期货市场上，依据“以卖冲买”的原则，出售两手半年期的 50 万美元国债期货合约、年率为 6%，合约价值为

$$50\times2\times(1-6\%\times180/360)=97\text{ 万(美元)}$$

最后该投资者在现货市场上比预期多花费 1 万美元，而在期货市场上盈利 10 000 美元，达到了保值的目的。

B．利率期货的空头套期保值。利率期货的空头套期保值是指保值者通过利率期货市场上的空头交易来规避现货市场上利率上升的风险。

例如，1 月份美国投资者在现货市场以 94 万美元购买年息为 12%的半年期 100 万美元国库券，该投资者预计利率将上涨。该投资者进行以下操作：

卖出两手 50 万美元、年息 12%的半年期国库券利率期货合约。合约价值为

$$50\times2\times(1-12\%\times180/360)=94\text{ 万(美元)}$$

半年后，利率果然上涨到 15%。在现货市场上，该投资者 100 万美元国库券能卖出的价值为

$$100\times(1-15\%\times180/360)=92.5\text{ 万(美元)}$$

与原价值相比，投资者亏损 1.5 万美元。

但半年后，在期货市场上，该投资者按“以买冲卖”的原则，买入两手半年期 50 万美元国库券利率期货合约，利率为 15%，费用是

$$50\times2\times(1-15\%\times180/360)=92.5\text{ 万(美元)}$$

期货交易盈利 1.5 万美元，如不考虑保证金手续费等，该投资者在期货市场上盈利的 1.5 万美元，正好抵补其在现货市场的亏损，起到保值与固定收益的作用。

(3) 股票类期货。股票类期货是以单只股票、股票组合或者股票价格指数为基础资产的金融期货合约。股票类期货品种包括股票价格指数期货、单只股票期货和股票组合的期货。在这里重点论述一下股票价格指数期货。

① 股票价格指数期货的概念。

股票价格指数期货是以约定的股票价格指数作为交易标的一种期货合约，它利用股票价格指数的升降来代表期货合约价格的涨跌。

在国际金融市场上有较大影响的股票价格指数期货有纽约证券交易所综合指数期货(NYSE)、标准普尔 500 指数期货(S&P stock index futures)、金融时报伦敦股票交易所 100 种股票指数期货(F-T SE index futures)、日经 225 股指期货(Nikkei 225 average index futures)及香港期货交易所 1986 年推出的恒生指数期货等。

② 股票价格指数期货的特点。

A．股票价格指数期货的基础资产并非某种特定金融资产，而是没有实物基础的股票价格指数，因而期货合约价格以指数点的若干倍来计算。指数每升降 1 个“点”，合约价格也升降一定的确定金额。例如，美国股指期货每个“点”为 500 美元，因而合约价格就是 500 美元与股价指数的乘积。香港股价指数每“点”为 50 港元，日本为每“点”为 10 000 日元。

B．股票价格指数期货交割时不时转移股票所有权，而是采取现金差额结算。例如，股票价格指数期货成交股票价格指数为 85.00，而冲算时股票价格指数为 85.51。其合约价格变动为 500×(85.51－85.00)＝755(美元)。做多头买进的收取 755 美元，做空头卖出的则支付 755 美元。

C．股票价格指数期货交易具有极强的杠杆作用，因为股票买卖需要证券交易所缴纳 50%左右的保证金，而股票价格指数期货交易只需要交付保证金 10%左右，因此它成为以

小搏大、牟取高额利润的最有利的投机手段。

D．股指期货可以防范证券交易的系统风险，即股市整体的涨落风险，也可防范非系统风险。

E．与其他金融期货一样，股指期货也以 3 月、6 月、9 月、12 月为交割月份。

③ 股票价格指数期货的应用。

与其他金融期货一样，股指期货也可以套期保值或投机。套期保值也分为多头套期保值和空头套期保值。

A．股指期货多头套期保值。

在股票市场价格总趋势上升的环境下，投资者打算在未来某个时点买进某股票，担心到时候股票价格上涨而增加买入成本，为此投资者可以进行股指期货多头套期保值。假设投资者预计 3 个月后有一笔 45 000 元的收入，按目前市价能买入 1 000 股某股票(每股 45 元)，可由于股价上涨，投资者担心在收到款项时股票会涨价，买不到 1 000 股股票。这时投资者按当时股票价格指数 117 买进一个股票指数期货合约，价值为 117×500＝58 500(元)。假如 3 个月后，股价确实上涨，该公司股票每股涨到 50 元，股票价格指数上升到 127 点，那么，投资者可以在股票价格指数期货市场上卖出股票价格指数期货合约进行对冲，价值为 127×500＝63 500(元)。这样，股票价格指数期货市场上的交易使投资者获利 5 000 元，恰好可以用来加到 45 000 元的预期收入中，用来购买每股 50 元的 1 000 股股票。其具体操作过程见表 7-1。

表 7-1　股票价格指数期货多头套期保值操作表

现货市场	股票价格指数期货市场
1996 年 3 月 1 日 投资者预计 6 月 1 日可取得 45 000 元收入，现货市场按当时股价可买入 1 000 股股票	1996 年 3 月 1 日 投资者买进股票价格指数期货合约价值 117×500＝58 500(元)
1996 年 6 月 1 日 投资者用 50 000 元买入每股价格为 50 元的股票 1 000 股	1996 年 6 月 1 日 投资者卖出股票指数期货合同价值 127×500＝63 500(元)
计算结果 股价上扬，投资者发生了 5 000 元的机会损失	计算结果： 股票价格指数期货交易产生 5 000 元利润

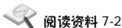
B．股指期货空头套期保值。

在股票市场总趋势下降时，如果投资者持有股票，就会担心股票价格下降，但是投资者又不愿立即出售，这时可以用股票价格指数期货空头套期保值功能来规避风险。假如投资者持有 1 000 股甲公司股票，在 1996 年 3 月 1 日股票价格指数为 117，甲公司股票每股价格为 45 元，所以投资者持有的股票价值为 45 000 元。为防止股票价格下跌造成损失，投资者可以在 1996 年 3 月 1 日在股票价格指数期货市场上卖出一个 6 月 1 日到期的股指期货合约，其价值为 117×500＝58 500(元)。果然，如投资者所料，6 月 1 日股票价格指数降为 112，甲公司股票每股降到 43 元，那么投资者手中的股票价值将降为 43 000 元，损失 2 000 元。但是，这时在股票价格指数期货市场，投资者按指数 112 买进一个股指期货合约，其

价值为 112×500＝56 000 元，与前面卖出的那个合约对冲，投资者可以获取差价 2 500 元(58 500－56 000)，这样，不但抵消了现货损失的 2 000 元，投资者还可赚取 500 元。具体操作过程见表 7-2。

表 7-2　股票价格指数期货空头套期保值操作表

现货市场	股指期货市场
1996 年 3 月 1 日 股票每股市价 45 元，买入 1 000 股 股票价值 45×1 000＝45 000(元)	1996 年 3 月 1 日 股票价格指数 117 卖出股票指数期货，价值 58 500 元
1996 年 6 月 1 日 股票每股市价 43 元 股票价值 43×1 000＝43 000(元)	1996 年 6 月 1 日 股票价格指数 112 买进股票指数期货，价值 56 000 元
投资结果 由于股票下跌，损失 2 000(元)	对冲结果： 股票价格指数期货交易产生 2 500 元利润


阅读资料 7-2

世界主要的金融期货交易所

1) 芝加哥交易所集团

2006 年 10 月 17 日美国芝加哥商品交易所(CME)和芝加哥期货交易所(CBOT)宣布两家交易所合并成全球最大的衍生品交易所——芝加哥交易所集团，交易集团总部设在芝加哥，总市值将达到 250 亿美元，CEM 占其中的 180 亿美元，芝加哥商品交易所占其中的 70 亿美元，合并后的交易所交易品种涉及利率、外汇、农业和工业品、能源及诸如天气指数等其他衍生产品。

芝加哥商品交易所创立于 1874 年，其前身为农业产品交易所，由一批农产品经销商创建，当时该交易所上市的主要商品为黄油、鸡蛋、家禽及其他不耐储藏的农产品。1972 年该交易所为进行外汇期货交易而组建了国际货币市场分部。国际货币市场分部当时共推出美元、英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎及法国法郎 7 种货币的外汇期货合约。1976 年 1 月，又推出了 90 天期的美国国库券期货合约，1981 年 12 月，它开办了 3 个月的欧洲美元定期存款期货交易，1984 年，芝加哥商品交易所与新加坡国际货币交易所建立了世界第一个跨交易所期货交易联络网，交易者可以在两个交易所之间进行欧洲美元、日元、英镑和德国马克的跨交易所期货买卖业务。

芝加哥期货交易所是 1848 年由 82 位谷物交易商发起组建的，该交易所成立后，对交易规则不断加以完善，1865 年用标准的期货合约取代了远期合同，并实行了保证金制度。芝加哥期货交易所提供玉米、大豆、小麦等农产品期货交易外，这些品种的期货价格，不仅成为美国农业生产、加工的重要参考价格，而且成为国际农产品贸易中的权威价格，交易所自 1975 年 10 月推出利率期货交易以来，其金融期货的交易量占总交易量的比重日益上升，已超过其农产品期货的交易量，成为一个以金融期货为主的期货市场。1977 年 8 月，该交易所开办美国长期国库券期货交易。1979 年 6 月该交易所开办 10 年期美国中期国库券期货交易。1984 年 7 月，该交易所又推出主要市场指数(MMI)期货交易。1987 年 4 月 30 日，该交易所开始在星期日至星期四晚上开设夜市，时间与远东主要期货市场的交易时间相对应，在国际化的道路上迈出了重要一步。目前，该交易所交易的金融期货品种以各种利率期货为重点。利率期货的交易量占整个交易所交易量的一半以上，成为世界上最重要的金融期货市场之一。

2) 伦敦国际金融期货交易所

伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)于1982年9月正式开业，是欧洲建立最早、交易最活跃的金融期货交易所。目前，该交易所交易的货币期货有以美元结算的英镑、瑞士法郎、欧元和日元期货。利率期货包括英国的各种国库券期货、美国长期国库券期货、日本长期国库券期货、3个月期欧洲美元定期存款及3个月期英镑利率期货等。股票价格指数期货有金融时报100种股票价格指数期货。此外，该交易所的结算和国际货币市场等不同，它是依靠独立的结算公司——国际商品结算公司(ICCH)进行的。国际商品结算公司作为独立的专业性结算公司，与伦敦国际金融期货交易所没有行政隶属关系，仅负责该交易所的日常结算。

3) 新加坡国际货币期货交易所

新加坡国际货币期货交易所(SIMEX)建立于1984年9月，由原来的新加坡黄金交易所与芝加哥商品交易所以合伙的方式创办。在该交易所上市的欧洲美元、日元、欧元、英镑4种期货合约都是芝加哥商品交易所的上市品种，合约规格完全一样，并可在两个交易所之间实行互相对冲。这一相互对冲制度延长了交易时间，提高了交易效率，极大促进了金融期货交易的国际化进程。此外，在新加坡国际货币期货交易所上市的品种还有90天期欧洲日元期货合约，日经225股指期货合约及美国长期国库券合约等。目前，该交易所已成为东南亚地区最有影响力的金融期货市场。

4) 中国香港期货交易所

中国香港期货交易所(HKFE)的前身是1977年开始运营的香港商品交易所。1984年对交易所改组和对管理条例修订后才重组挂牌，将香港“商品”交易所更名为“期货”交易所。1998年恒生指数期货和期权合约占市场总交易量的90%以上。目前在香港期货交易所上市的还有红筹股票指数、个股等金融品种的期货和期权。由于中国香港是国际金融中心，有着发达的外汇市场、金融衍生品市场、股票市场、债券市场、资本市场和黄金市场。因此，香港期货交易所有着广泛的发展前景。

(资料来源：王晓光. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2011.)

3. 金融期权

1) 金融期权的含义

金融期权是指以金融商品为标的物的期权交易。具体地说，是买卖某种金融产品选择的权利，即金融期权买方向期权卖方支付一定费用后，获得在合约的有效期内按合约约定的协议价格，向卖方购买或出卖合约规定数量的金融产品，或者放弃合约的履行。从事金融期权交易的场所，即为金融期权市场。

从概念可以看出，金融期权对买方来说是一种权利，而不是义务，即不负有必须买进或卖出的义务，在金融期权合约有效期内，可以行使或放弃这种买进或卖出权利的执行，而期权卖方由于收取了一定的费用，在合约有效期内则负有由买方所选择的交割履约的义务和责任。

2) 金融期权交易的产生与发展

18世纪，英国南海公司的股票股价飞涨，股票期权市场也有了发展。南海泡沫破灭后，股票期权曾一度因被视为投机、腐败、欺诈的象征而被禁止交易长达100多年。早期的期权合约于18世纪90年代被引入美国，当时美国纽约证券交易所刚成立。19世纪后期，被喻为“现代期权交易之父”的拉舍尔·赛奇(Russell sage)在柜台交易市场组织了一个买权和卖权的交易系统，并引入了买权、卖权、平价概念。然而，由于场外交易市场上期权合约的非标准化、无法转让、采用实物交割方式以及无担保，这一市场的发展非常缓慢。

1973年4月26日，芝加哥期权交易所成立，开始了买权交易，标志着期权合约标准化、期权交易规范化。20世纪70年代中期，美洲交易所、费城股票交易所、太平洋股票

交易所等相继引入期权交易，使期权获得了空前的发展。1977 年，卖权交易开始了。与此同时，芝加哥期权交易所开始了非股票期权交易的探索。

1982 年，芝加哥货币交易所开始进行 S&P500 期权交易，它标志着股票价格指数期权的诞生。同年，由芝加哥期权交易所首次引入美国国库券期权交易，成为利率期权交易的开端。同在 1982 年，外汇期权也产生了，它首次出现在加拿大蒙特利尔交易所。1982 年 12 月，费城股票交易所也开始了外汇期权交易。1984 年，外汇期货期权在芝加哥商品交易所的国际货币市场发行。随后，期货期权迅速扩展到欧洲美元存款、90 天短期及长期国库券、国内存款证等债务凭证期货，以及黄金期货和股票价格指数期货上面，几乎所有的期货都有相应的期权交易。

此外，在 20 世纪 80 年代，金融创新浪潮中还涌现出一种"新型期权"，它的出现格外引人注目。"新型"是指这一类期权不同于以往，它的结构很特殊，有的期权上加期权，有的则在到期日、协定价格、买入卖出等方面含特殊规定。由于结构过于复杂，定价困难，市场需求开始减少。20 世纪 90 年代以来，这一势头已大为减弱。金融期权的发展出现了另一种趋势，即期权与其他金融工具的复合物越来越多，如与公司债券、抵押担保债券等进行交叉使用，与各类权益凭证复合，以及与保险产品相结合等，形成了一大类新的金融期权产品。

3) 金融期权交易的品种

具体的金融期权交易品种有外汇期权、利率期权、股票期权和股票价格指数期权等。

(1) 外汇期权。外汇期权指远期外汇的购买者向出卖者支付一定金额的保险费后，在双方签订合约的有效期内，买方有权按协定价格要求卖方履行合约，或者放弃合约的执行。此部分在第三章外汇交易中已有详细介绍。

(2) 利率期权。利率期权是指买方向卖方支付一定的期权费用后，获得在某一时间按照协定价格买入或卖出一定数量的债权凭证或利率期货合约的选择权。

利率期权的种类如下。

① 现货期权：以某种固定收入证券作为基础资产的期权合约。最具流动性的现货期权是美国芝加哥期权交易所的长期国债期权。

② 利率期货期权：在利率期货合约的基础上产生，期权买方支付一定期权费后，有权在有效期内以协定价格买入或卖出一定数量的利率期货合约的权利。

利率期权的运用：利用期权防范利率风险的原理基本同于利率期货，但比利率期货更为灵活，即具有选择权。当投资者预期利率下降时，可购买利率期权，以固定其投资收益；准备在将来卖出固定收益证券的投资者和准备固定未来借款成本的借款人，预期利率上涨，则出卖利率期权。

(3) 股票期权。股票期权是指股票交易的买方在向卖方支付一定的保险费后，获得在规定时间内按约定的协定价格购买或出售一定数量股票的权利。

与其他期权一样，股票期权也分买入期权(看涨期权)和卖出期权(看跌期权)，运用于套期保值或投机。例如，预期股票价格将上涨的投资者，可按较低的协定价格买入股票，待市场价格上涨时售出，从中获利。若市场价格下跌，该投资者则可放弃合约的执行，损失仅为期权保险费。若预期股票价格将下跌的投资者，则可卖出股票期权，然后再以下跌的市场价格买入股票，从中获利。

(4) 股票价格指数期权。股票价格指数期权是指期权买方向卖方支付一定期权费后，



在期权合约的有效期内按双方规定的协定价格买入或卖出一定数量股票价格指数合约的选择期权。

股票价格指数期权的合约价格是以股票价格指数乘以一个固定数额为单位，如在美国的股票价格指数期权交易中，每份期权合约价格等于 100 美元乘以即期的市场股价指数，而且协定价格也以股价指数的 100 倍来表示。股票价格指数期权均以现金进行交割。

股票价格指数期权同股票价格指数期货一样，也运用于套期保值与投机。

4) 金融期权和金融期货交易的主要区别

期权交易和期货交易虽都可作为套期保值与投机的手段，但二者的运作机制和有关要求却有重大区别。

(1) 风险和收益不同。在期权交易中，买卖双方的风险与收益是不对称的，对期权买方而言，收益无限，风险有限，仅限其所支付的保险费范围之内；对期权卖方而言，情况相反，风险无限，收益有限，仅限于收取的保险费范围之内。在期货交易中，买卖双方的风险与收益均无限制。

(2) 权利和义务不同。在期权交易中，只有卖方承担履行合约的义务，买方拥有履约或不履约的选择权，不负履约义务。在期货交易中，买卖双方均承担履约义务，不得毁约或违约。

(3) 价格波动界限不同。期权价格变动与现货价格无关，但其变动范围界于协定价格与现货价格之间。而期货价格变化则直接受现货价格变动影响，无界定的范围。

(4) 保证金缴纳的规定不同。期权交易中，仅卖方支付保证金，而买方只支付保险费以购买期权。期货交易中，买卖双方均须支付保证金，以防违约和其他风险。

(5) 结算办法不同。期权交易有 3 种结算方法：反方向买卖，其中包括转卖和购回；买方行使权利，即卖方履行义务；买方放弃权利的行使。期货交易则只有反方向买卖和最终结算(买卖双方都履行义务)这两种交易办法。

4. 金融互换

金融互换是指两个或两个以上的当事人按共同商定的条件，在约定的时间内定期交换现金流的金融交易。从事金融互换交易的场所，即为金融互换市场。金融互换市场的交易品种主要包括利率互换、货币互换、交叉货币利率互换、基点互换、零息互换、远期互换、股票互换等。

通过金融互换可在全球各金融市场之间进行套利，从而一方面降低筹资者的融资成本或提高投资者的资产收益，另一方面促进全球金融市场的一体化。利用金融互换，可以管理资产负债组合中的利率风险和汇率风险；金融互换为表外业务，可以逃避外汇管制、利率管制及税收限制。

7.4.3 金融衍生工具的特点

1. 虚拟性

虚拟性是指金融衍生工具的价格运动过程脱离了现实资本的运动，但却能给持有者带来一定收入。具有虚拟性的产品本身并没有什么价值，只是代表获得收入的权利，是一种所有权证书，通过适时的持有或抛出即可获利，其价值增值过程脱离了实物资本的运动，也导致相当一部分货币资本脱离了实物运动，形成虚拟资本。例如，股票和债券是对实物资产的虚拟，而金融衍生工具则是对股票、债券等基础资产的进一步虚拟。

2. 杠杆性

金融理论中的杠杆性是指能以较少的资金投入控制较多的投资，以小博大。金融衍生工具一般在达成交易时只需要缴存相当于合约金额一定比例的权利金或者保证金便可得到相关资产的管理权，杠杆特性十分明显。高杠杆比率可以吸引众多投资者，使金融衍生工具市场更有活力，但是也具有更高的风险性。

3. 定价的高科技性

金融衍生工具的价格既无法按其成本定价，也无法通过市场供求来决定。它的定价一开始就采用艰深的数理金融方法，随着金融衍生工具市场的发展，定价中所使用的技术、原理和设备都在升级换代，高科技性有增无减。

4. 业务的集中性

由于金融衍生工具交易的技术水平较高，所以它的业务都集中于成熟的市场。场外交易方面，也都集中于少数规模较大、实力较强的金融机构之间进行。因而，全球金融衍生工具市场的信用风险大部分都集中到了这些金融机构身上，一旦一家机构突然倒闭或者无法履约，整个金融衍生工具市场就会引发一连串的违约事件，对世界金融体系的稳定造成威胁。

5. 高风险性

金融衍生工具在成为风险管理手段的同时，也是最具风险的交易，是国际短期投机资金最活跃的地方。衍生工具交易所产生的风险对全球金融体系的稳定构成了威胁。20 世纪 90 年代以来，金融衍生工具已经引起了一系列的金融动荡。1995 年 2 月 27 日，由于巴林银行期货经理尼克·里森(Nicholas Leeson)的操作失误，导致巴林银行损失 13 亿美元，宣告破产。1997 年东南亚金融危机中，金融衍生工具被滥用，衍生工具市场没有在市场波动时候起到稳定市场的作用。

阅读资料 7-3

法国兴业银行违规交易案

成立于拿破仑时代的法国兴业银行是一家“百年老字号”，目前为法国第二大银行。法国兴业银行凭借其近年来出色的风险控制和管理能力，在风险较高的金融衍生品市场长期占据业界头把交椅。但该银行前期货交易员热罗姆•凯维埃尔(Jerome Keroiel)所涉及的违规交易案，正是由于在衍生品交易中出了问题。

2008 年 1 月 24 日法国兴业银行宣布，由于旗下一名年轻交易员凯维埃尔非法动用 500 多亿欧元的资金私下越权投资金融衍生品，该行蒙受了 49 亿欧元(约合 71.6 亿美元)的巨额损失。据称，这是有史以来涉及金额最大的交易员欺诈事件。

出生于 1977 的凯维埃尔 2000 年加入兴业银行，在核心交易部的后台支持部门工作 5 年之后成为期货交易员。2008 年 1 月 24 日，兴业银行披露，凯维埃尔在任交易员期间进行了一系列“未经授权”的交易，违规建立了高达 500 亿欧元的期货头寸，并虚构套期保值交易掩盖其行迹，造成的损失高达 49 亿欧元。

消息一经公布，即在资本市场上掀起了轩然大波，兴业银行在泛欧证券交易所挂牌的股票大跌 4.1%，2008 年 1 月 24 日该股被紧急停牌。

这起事件不但让这家法国第二大银行陷入了绝对危机，还引发了法国乃至整个欧洲的银行金融动荡，进而给不景气的全球经济雪上加霜。

被舆论称为“最大流氓交易员”的法国兴业银行前期货交易员凯维埃尔致兴业银行损失49亿欧元的金融案再次提醒人们，金融机构的风险管理正面临诸多挑战。

金融交易员是现代金融业分工发展的必然产物。近年来，金融交易员犯罪案件明显增加，涉案金额也呈现上升趋势，涉案领域包括股票、债券、外汇、商品期货，特别是金融衍生产品等。例如，在1995年，英国巴林银行驻新加坡分行交易员里森因违规进行日经指数期货投机，造成了14亿美元的损失，从而导致了巴林银行的破产；同一年，日本大和银行纽约分行交易员井口俊英进行账外债券交易投机给公司造成11亿美元的亏损；1996年，日本住友商社交易员滨中泰男进行铜期货投机给公司造成26亿美元的损失；2002年，爱尔兰联合银行美国分行外汇交易员拉斯纳克进行外汇投机，造成7亿美元的损失；而法国兴业银行期货交易员凯维埃尔在2008年进行的股指期货投机，造成的损失高达49亿欧元，被称为金融史上最大违规交易案。

金融交易员犯罪案件的增加其实并非偶然现象，从上述案件均出现在20世纪90年代以后便可看出，这些表面上看似为个人行为的犯罪案件，是有着特定的时代背景的。

自20世纪90年代起，制度创新、技术创新和金融衍生产品创新引发金融管理自由化、金融操作电子化、金融业务表外化的趋势。这些创新在提高效益的同时，也酝酿出新的风险，如果金融机构管理部门不能创新监管手段，加上“流氓交易员”通过伪造计算机交易记录和数据逃避监管，或是他们利用表外衍生产品交易进行巨额资金投机等，都将给交易员违规以可乘之机，以致造成巨额损失。

(资料来源：杜玉兰. 国际金融[M]. 北京：科学出版社出版社，2010.)

本章小结

国际金融市场，亦称世界金融市场。国际货币市场通常可以从广义和狭义两方面来理解。狭义的国际金融市场仅指国际间长短期资金借贷的场所，因此也称国际资金市场，包括短期资金市场(货币市场)和长期资金市场(资本市场)。广义的国际金融市场是指从事各种国际金融业务活动的场所，它是国际货币金融领域内各种金融商品交易市场的总和，包括货币市场、资本市场、黄金市场和外汇市场。

传统的国际金融市场又称在岸金融市场，是国内金融市场的对外延伸，是指从事市场所在国货币的国际借贷，并受市场所在国政府政策与法令管辖的国际金融市场。

国际货币市场是短期资金融资市场。是指居民和非居民之间或非居民与非居民之间，进行期限为1年或者1年以下的短期资金融通与借贷的交易场所或者网络。国际货币市场按业务方式可以划分为银行短期信贷市场、短期证券市场和贴现市场。

国际资本市场是长期资金融资市场。它是国际金融体系的重要组成部分，通常是指经营1年以上的国际性中长期资金信贷和证券业务的国际金融市场，通常1～5年为中期，5年以上为长期。国际资本市场从融通资金的方式看，分为国际银行中长期信贷市场和国际证券市场。

国际黄金市场既是国际金融市场最早出现的部分，也是世界各地黄金交易的场所。

欧洲货币市场是一种新型的国际金融市场，即离岸国际金融市场。欧洲货币又称境外货币，是指货币在原发行国领土以外被存储和借贷的各种货币的总称。欧洲货币市场是经营欧洲货币借贷业务的市场，是当前国际金融市场的核心。欧洲货币市场按业务性质不同，可分为欧洲短期资金借贷市场、欧洲中长期信贷市场和欧洲债券市场。

金融衍生工具市场是相对于货币市场、资本市场等基础市场而言的，以各种金融衍生工具为交易对象的市场。按照交易场所不同，金融衍生工具市场可分为交易所市场和柜台交易市场；按交易类型不同，金融衍生工具市场又可分为金融期货市场、金融期权市场和其他金融互换市场等。

练　习　题

一、选择题

1．世界上最早的国际金融中心是(　　)。

A．纽约　　B．东京　　C．伦敦　　D．法兰克福

2．我国在新加坡发行日元债券，属于(　　)。

A．外国债券　　B．欧洲债券　　C．国内债券　　D．上述说法都不正确

3．欧洲货币市场是(　　)。

A．经营欧洲货币单位的国家金融市场

B．经营欧洲国家货币的国际金融市场

C．欧洲国家国际金融市场的总称

D．经营境外货币的国际金融市场

4．金融期货包括(　　)。

A．贷款期货　　B．货币期货　　C．利率期货　　D．股票价格指数期货

5．狭义的国际金融市场包括(　　)。

A．货币市场　　B．外汇市场　　C．黄金市场　　D．资本市场

二、填空题

1．广义的国际金融市场包括货币市场、(　　)、外汇市场和(　　)。

2．银行中长期信贷的贷款方式有(　　)和(　　)两种。

3．离岸金融中心根据业务对象、营运特点、境外货币的来源和贷放重点的不同，可分(　　)、(　　)、(　　)和(　　)4 种类型。

4．外国人在英国发行的英镑面值的外国债券称为(　　)，在美国发行的美元面值的外国债券叫做(　　)，在日本发行的日元面值的外国债券称为(　　)，在我国发行的人民币面值的外国债券称为(　　)。

5．金融期权交易品种有(　　)、(　　)、股票期权和股票价格指数期权等。

三、判断题

1．目前的国际金融市场大多属于有形市场。　　(　　)

2．最早出现的欧洲货币是欧洲美元。　　(　　)

3．在银行短期信贷市场上，占主导地位的是同业拆放市场。　　(　　)

4．欧洲债券是外国债券的一种。　　(　　)

5．国际金融创新能够减少国际金融市场上的风险。　　(　　)

四、思考题

1．新型国际金融市场有什么特点？

2．简述 20 世纪 80 年代以来国际金融市场发展的新趋势。

3．简述国际资本市场的构成。

4．试比较外国债券和欧洲债券。

5．短期证券交易市场的信用工具有哪些？

6．衍生金融工具有什么特点？

五、案例分析

发展我国离岸金融市场的现实意义

对于正处于转轨中的我国金融业来说，离岸金融市场的发展是我国不断融入世界经济一体化的最好选择，也是我国加快国际金融中心建设、增强国际竞争力的一大“抓手”。从国家整体利益看，建立离岸金融市场对推动国内金融深化，进而带动经济发展具有巨大的推动作用。

1. 为我国当前巨额的外汇储备减压

近年来，我国持续保持经常项目和资本项目的双顺差，积累了巨额的外汇储备资产，2007 年 9 月已达到 14 336.11 亿美元，同比增长 45.11%，我国已成为世界上外汇储备最多的国家，但目前消化外汇储备资产的有效渠道仍显不足，这不仅给人民币造成很大的升值压力，也使大量外汇储备面临汇率风险。建立我国离岸金融市场，让中资银行开展离岸业务，可以释放离岸业务在维持国际收支平衡方面的潜力，为外汇储备“消肿”：外资机构在境内离岸市场发行外币债券会吸纳许多外汇持有者成为外币债券市场的投资主体；一些意欲投资中国企业的外资可以通过境内离岸金融市场投资于中国企业的海外子公司；中国海外企业如果资金充裕，亦无须汇入国内，而是存到离岸账户，在离岸金融市场循环；国内银行可以考虑境外公司(或中国公司的境外子公司)以该公司国内部分在银行的人民币全额保证金或授信额度做担保，从离岸账户向该公司在国外的部分发放外汇贷款或开出信用证等；远期甚至可以考虑让外资金融机构及公司来中国直接发行以离岸货币为面值的债券或股票。

2. 有助于推动人民币国际化

人民币走向国际化需要离岸金融市场的发展。一个国家货币的国际化与离岸金融市场的发展关系密切，离岸金融市场的发展实际上是开放本币自由流动的缓冲区，是对本币国际化的支持。以日元国际化为例，日本离岸市场创立之初，交易中的外币部分占到交易额的 80%左右，随着管制政策的放宽，日元逐渐成为市场主要结算货币，离岸账户中欧洲日元交易蓬勃发展，日元比重迅速升至交易额的 2/3 左右，日元借助离岸金融市场成为国际货币。我国可以借鉴日本的发展道路，通过建立离岸市场，实现本币的离岸化经营，逐渐增加资本项目下对外开放的项目数，推动人民币国际化。我国也可以通过相当数量的境外人民币，从而加强对境外本币的监控，减少这部分本币对国内金融市场可能带来的冲击，增强金融风险防范能力，确保我国货币政策的有效实施。

3. 有利于促进我国金融体制的改革

发展离岸金融市场有利于缩小国内金融市场与国际金融市场之间的距离，是一条较好的实现我国金融业国际化的过渡性发展途径。以天津滨海新区为例，为促进离岸金融业务的开展，该区 2006 年 9 月争取获得了国家外汇管理局批准的 7 项外汇改革政策。综合分析，此次改革囊括了金融工具、金融市场、金融机构和金融开放四大领域全方位的改革；从系统性分析，以前的金融改革只是注重技术层面，而这次是系统性、制度性的改革；从广泛性分析，以前的金融改革只是涉及某一领域，其特征不具备广泛的区域性和整体性，而这次滨海新区的金融业务范畴运作空间很大。《国务院关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》批准天津滨海新区为全国综合配套改革试验区，该区正成为全面入世后外资金融机构试水中国的“试验田”和中国金融业国际化的缓冲地带。如果天津滨海新区能探索出一条金融改革的新路子，那么其改革经验就可以考虑在全国推广铺开。

4. 有利于提高我国金融业的经营水平

离岸金融要求开办地拥有较好的基础设施及较高水平的从业人员，这有利于改善当地金融生态环境及提升金融专业人员的素质和技术水平；离岸业务的开展将使东道国与国际市场接轨，中资金融机构可以在家门口学习和借鉴外资金融机构的先进管理经验，培养熟悉国际金融业务的专门人才；通过与外资银行的竞争，可促进中资银行学到新的国际金融业务的操作方法，锻炼队伍，转变机制，从而提高整体管理水平，提高金融业的综合竞争力，促进本地银行业的发展。

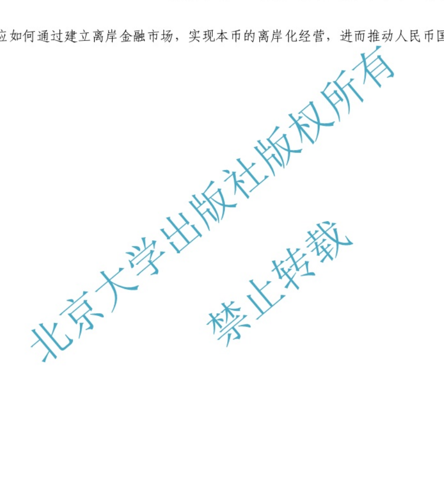
5. 有利于带动我国贸易、生产和就业的增长

有了离岸金融市场，外商在华投资利润就没必要直接汇回母国，也便于跨国公司在全球范围内自由调度资金，还可以为出口加工业解决外汇瓶颈。通过为市场提供配套的设施和服务可以刺激当地经济的增长，增加当地的收入和就业，带动当地经济发展。金融业的活跃无疑会对会计、律师、保险、航运、证券、旅游及生活服务等行业的发展起到推动作用。国内离岸市场还可以从主要金融中心，如东京、中国香港争取到后勤服务业务，如清算、股票登记、信用卡制作及其他劳动密集型金融活动，给市场所在地及周边地区带来就业机会。政府可以从税收和离岸银行业利润以及其他费用收入中获得收入，增加财政收入，改善外汇收支状况，给经济的发展注入新的活力。

(资料来源：王晓光. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2011.)

问题：

我国应如何通过建立离岸金融市场，实现本币的离岸化经营，进而推动人民币国际化？



第 8 章 国际资本流动与国际金融危机

教学目标

通过本章的学习了解国际资本流动的发展过程和近期趋势；掌握不同期限国际资本流动对相关国家的影响；学习运用各种金融危机理论模型分析重大国际金融事件；思考国际资本流动对我国的潜在影响和应对办法。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际资本流动	了解国际资本流动的含义、发展历程，掌握国际资本流动的类型	(1) 国际资本流动的发展历程 (2) 国际资本流动的含义 (3) 国际资本流动的类型
国际资本流动的经济效应	了解国际资本流动的新特点，掌握长期与短期资本流动的经济效应及其潜在危险	(1) 国际资本流动的根本原因 (2) 国际资本流动的新特点 (3) 国际资本流动新特点的主要成因 (4) 资本流动的经济效应
国际金融危机	了解掌握国际金融危机的含义、表现方式及其相关理论	(1) 国际金融危机概述 (2) 2008 年全球金融危机的爆发、表现、成因及特点 (3) 国际金融危机理论
我国利用外资与对外直接投资	了解我国利用外资的概况及存在的主要问题	(1) 我国利用外资概况 (2) 我国利用外资过程中存在的主要问题 (3) 继续创造良好条件以吸引和利用外资 (4) 我国对外直接投资的发展



导入案例

90 年代初，西欧各国经济普遍不景气，刚刚实现统一的德国政府为振兴东部经济，解决失业问题，加大货币投放，通货膨胀压力随之增大。1991 年开始德国政府不断提高贴现率，到 1992 年 6 月已达到 8.75%。利率高起使德国马克持续升值，在欧洲货币单位中的比重也相应提高。由于欧洲货币体系的联合浮动汇率制度规定了汇率波动幅度，要求各成员国在货币政策、汇率政策方面协调一致。但是德国政府的货币紧缩，对于经济陷入低迷、亟待通过低利率刺激发展的英国、意大利、西班牙等国来说，无疑是雪上加霜。经济状况的差异，使其他欧盟成员国无力追随德国的货币政策。外汇市场上，德国马克受到追捧，而英镑、里拉、法国、法郎、比塞塔等货币被大量抛售。

1992 年 9 月 8 日，与德国马克挂钩的非成员国货币芬兰马克在中央银行干预外汇市场无效后，被迫宣布与德国马克脱钩，允许自由浮动。英法等国政府注意到事态的严重，建议德国政府采取降息措施，以维护欧洲汇率体系的稳定。但德国政府在 1992 年 9 月 11 日宣称绝不降息。以乔治·索罗斯(George Soros)为代表的国际金融投机家立即捕捉到欧洲货币体系内部的矛盾，动用巨额投机资本，在外汇市场上疯狂沽空英镑和意大利里拉。

意大利政府曾经为追随德国，将贴现率提高到了 15%，但仍然无法阻止里拉的跌势。9 月 12 日，里拉跌破了汇率下限。9 月 13 日，政府宣布里拉贬值 3.5%。3 天后，里拉再度跌破下限，动用了约 40 万亿里拉的外汇储备也无法挽回里拉命运之后，意大利政府只有退出欧洲货币体系联合浮动汇率制度，允许里拉自由浮动。

英镑也同样是投机资本重点攻击的目标。9 月 15 日英镑就跌破了汇率下限。9 月 16 日，为挽救英镑，英国政府在一天内先后两次提高银行贴现率，从 10%提到 12%再到 15%，希望减少外国投机者向银行拆借英镑用于投机，并通过提高利率吸引短期资本流入，缓解外汇市场供求矛盾。同时，欧洲货币体系成员国中央银行联手干预外汇市场，力挺英镑，但还是无法挽回跌势。政府被迫宣布推出联合浮动汇率制度，允许英镑自由浮动，并将贴现率恢复到 10%。

西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯库多、爱尔兰镑等其他成员国货币也同时遭到不同程度的打击。这场货币危机一直持续到 1993 年夏季。8 月的欧洲货币体系财长和央行行长会议决定，除德国马克和荷兰盾以外，其他成员国货币的汇率波动幅度扩大为 ±15%。至此，欧洲货币体系的联合浮动汇率制度已经处于半瓦解状态，也阻碍了欧洲货币一体化的进程。

尽管各成员国经济发展水平存在差异，使其宏观经济政策难以协调，是欧洲货币危机爆发的深刻原因，但国际投机资本的冲击确实整个事件的导火索和催化剂。或许令人更加气愤的是，在逼迫英镑、里拉退出联合浮动汇率制度的同时，索罗斯等金融投机家们一夜之间就净赚了 20 亿美元之巨额利润。这也正是投机资本游走于各个国际金融市场的根本原因。

(资料来源：陈雨露. 国际金融[M]. 北京：中国人民大学出版社，2006.)

基本概念

国际资本流动　短期资本流动　长期资本流动　贸易资本流动　银行资本流动　保值性资本流动　投机性资本流动　国际直接投资　国际间接投资　国际证券投资　国际信贷　金融危机　道德风险论　基本因素论　金融恐慌论

8.1 国际资本流动概述

国际资本流动作为当今世界经济金融自由化的一项重要内容，随着自由化浪潮的进一步推进、国与国之间经济相互依赖性的增强，已成为非常引人关注、极为活跃的经济现象。国际资本流动对一国和世界经济的稳定和发展起了十分重要的积极的作用。一国可以通过吸引外资来解决储蓄和投资的缺口，提高就业，拉动国民经济的增长。但是它对世界经济金融安全的威胁随着自由化浪潮的推进也越来越明显。20 世纪 90 年代国际金融市场持续动荡不安、频繁发生的金融货币危机中都有国际资本流动的推波助澜，因此如何有效管理和利用国际资本流动以发挥其积极作用，建立防范国际资本流动冲击的机制，就成为一个摆在政策制定者和经济学家面前的严肃课题。

8.1.1 国际资本流动的发展历程

国际资本流动是国际贸易、国际分工深化的产物。没有对外开放，没有国际贸易以及跨国生产，就没有国际资本流动。概括起来，现代意义上的国际资本流动，作为一种稳定的经济现象，迄今经历了 4 个发展阶段。

(1) 1870～1914 年是国际资本流动的第一阶段。

工业革命过后，先发达的资本主义国家迈出拓展世界的步伐，资本随着廉价商品一起开始在世界各地落户。当时最主要的资本输出国是英国、法国和德国，主要输入国是比较富裕、资源丰富、与输入国“亲源”较近的北美洲和大洋洲。事实上，中国也卷入了此次浪潮。到 1914 年为止，从英国、日本等国共获得国外投资约 16 亿美元，主要是被政府用于“洋务运动”。由于中国当时正值割地赔款、丧权辱国、军阀混战的多事之秋，外国资本进入反而加速了半封建半殖民地化的进程。

(2) 两次世界大战的间歇时期是国际资本流动的第二次浪潮。

这时的资本流动方向发生了重大变化。在资本输出一方，欧洲国家，特别是德国，成为最大借款国。另外，由于支撑国际资本自由流动的国际金本位制度受到冲击，因此这时的资本流动的动因发生了一定变化：过去是以追求高回报和超额利润为主，现在主要是寻求资本安全避难地。这段时期被视为中国近代史上经济发展的“黄金时期”之一，这期间又有大约 16 亿美元进入中国，奠定了现代轻工业的基础。

(3) 二战结束到 20 世纪 80 年代是国际资本流动的第三阶段。

这个阶段国际资本流动的规模空前膨胀，国际直接投资规模的急剧扩大，使得国际直接投资的增长速度不仅超过了国民生产总值和工业生产的增长速度，也超过了国际贸易的增长速度，取代了国际贸易成为推动世界经济发展的主要力量。在 1973 年布雷顿森林体系崩溃近 30 年的时间里，国际资本流动具有“美元”特色。美国跨国公司的对外投资和以“美援”为依托的美元大规模跨国流动，构成了国际资本流动的主流，对战后经济恢复具有重要意义。“石油美元回流”也是这时期的特色之一。产油国积累的大笔美元资本，首先“回流”到西方国家的银行，再以贷款的形式流入亚洲和拉美国家。总额大约 1 600 亿美元的石油美元，对亚洲“四小龙”的崛起和巴西等国 20 世纪 70 年代的经济奇迹，产生了极大的推动作用。国际资本市场的规模迅速膨胀，使国际外汇市场的交易量也迅速增加。随着

“美元本位”国际金融体系的结束，德国马克、法国法郎、英国英镑和日元等主要货币，也都在国际经济活动中发挥着重要作用。于是，国际资本流动从 70 年代前美元的单向输出，转变为在各国之间相互流动，特别应指出的是，主要资本主义国家之间的资本流动占有绝对比重，以及一些战后新崛起的发展中经济体(如亚洲“四小龙”、“四小虎”)也逐步加入资本输出国行列。

(4) 20 世纪 90 年代以来，国际资本流动进入第四阶段——全球化发展时期。

全球化发展时期的国际资本流动速度和规模都快速上升。整体上，发达国家为资本净输出国，发展中国家为净资本流入国，但发达国家的资本流入规模同样突出，发展中国家的资本流出也在逐渐增加。例如，由于大量非居民投资于美国金融市场，美国已经转变为最大的净资本输入国。另外，以国际证券投资方式为代表的间接投资在规模上超过了直接投资，国际资本流动呈现出证券化趋势。1984 年，国际债券发行额达 814 亿美元，首次超过贷款额，宣告了证券筹资占主导地位。十几年间证券融资得到迅猛发展，1998 年国际债券和长期票据市场发行额高达 11 425 亿美元，1999 年第一季度的发行额已达到 4 095 亿美元。研究表明，经济越发达，证券化融资方式占融资总额的比例就越大。原因在于：第一，现代化的交通通信技术提供了必不可少的技术条件；第二，证券化融资既能满足企业对高回报项目长期占用资金的需要，又能向投资者提供高流动性，顾此而不失彼；第三，各种新型境外股权融资工具及衍生商品的金融创新拓宽了证券化的融资空间，使其更具可操作性。而且，由养老金、共同基金、保险公司等跨国机构投资者实现的私人资本流动，极大地刺激了国际金融市场的成长与整合，对开放经济体的发展与稳定产生了深远影响。

8.1.2 国际资本流动的含义

国际资本流动也称为国际资本移动，是指资本从一个国家(或地区)的政府、企业或个人转移到另一个国家(或地区)的政府、企业或个人，它是国际经济交往的基本内容之一。由于资本既可表现为货币形态，又可以表现为实物形态(如生产设备、技术、劳动力等生产要素)，因此，从广义上讲，国际资本流动是指由于国际经济交易而引起的货币资金和生产要素在国际间的转移和流动。在资本流动过程中，货币资本和实物资本是相互转化的，但本章所涉及的资本一般是指货币或现金资本，而不包括纯属贸易往来的商品或实物资本(但与投资活动相联系的商品资本和生产资本则包含在内)。国际资本流动与商品贸易或劳动力输出所引起的货币流通有着本质的区别。后者在商品或劳动力的交换中发生货币所有权的转移，而国际资本在其流动中不产生所有权的转移，发生转移的仅仅是它的使用权，而且一般以盈利为目的。

同时，弄清国际资本流动与各相关概念的关系，也有助于正确理解其含义。

第一，国际资本流动与国际收支的关系。国际资本流动作为国际金融活动的组成部分，其内容被纳入国际收支的考核之列。一国在一定时期内同其他国家或地区之间资本流动的总体情况，主要反映在该国国际收支平衡表的资本账户中。此外，还反映在经常账户的单方面转移项目(包括各项私人的与官方的、单方面、无偿支付的资金移动)和平衡账户中的官方储备项目(表明有关国家政府之间为结算国际经济交易差额而发生的金融资产转移的金额)中。另外，通过对国际资本流动的控制，可以达到调节国际收支状况的目的。

第二，国际资本流动与资本输出入的关系。这两个概念一般可通用，但资本流动不一

定就是资本输出入。资本输出入通常是指与投资和借贷等金融活动相联系并以谋取利润为目的的资本流动，因而不能涵盖资本流动的全部内容。例如，一国用黄金外汇来弥补国际收支赤字，就不是资本输出，因为这部分资金外流不是为了获取高额利润，而只是作为国际支付的手段以平衡国际收支。

第三，国际资本流动与资金流动的关系。在日常用语中，资金和资本两者往往混用，但从经济学角度而言，资金流动与资本流动是有区别的。资金流动是指一次性的、不可逆转的货币资金的流动或转移，相当于国际收支中经常项目的收支，如进出口贸易中货款的支付就是一次性的货币资金转移，属于经常项目的支付。而资本流动即资本转移，是可逆转性的流动或转移，如投资或借贷资本的流出伴随着利润、利息的回流及投资资本或贷款本金的返还。但要特别注意的是，进出口贸易项目下的资金融通(如延期付款)，应属于资本流动范畴；而投资利润和贷款利息的支付，应归属于资金移动或经常项目支付；政府或官方的无偿援助或捐赠，一般则列入国际收支平衡表的经常项目，不属于资本流动范畴。

一般而言，国际资本流动的顺利进行，必须具备以下两个条件。

首先，必须有健全、完善、发达的国际金融市场。因为国际资本流动一般是通过国际金融市场进行的，因此，建立较为健全和完善的国际金融市场(主要是短期资本市场和长期资本市场)是国际资本流动得以顺利进行的前提条件。

其次，取消外汇管制或放松外汇管制。国际资本能否在各国间顺利实现流动，流动的范围、方式、规模等都要受各国外汇管制条例的制约。如果一国实施严格的外汇管制，则国际资本在该国的流出、流入势必受到极大的限制，甚至是不可能的。因此，只有在外汇管制较松或没有外汇管制的国家，才可能发生资本的流出与流入。

8.1.3 国际资本流动的类型

国际资本流动通常按照资本使用期限的长短分为短期资本流动和长期资本流动两大类，而每种类型又各有诸多具体的方式。

1. 短期资本流动

短期资本流动是指期限为一年、一年以下或即期支付的货币资本、财务资本和信贷资本等在国际的流动，包括政府和私人短期资本流动，内容复杂，种类繁多。一般都借助于各种信用工具——票据进行。这些票据包括短期政府债券(如国库券)、可转让银行定期存单、商业票据、银行承兑汇票、银行活期存款凭证。按照资本流动的原因和特征的不同，短期资本主要分为贸易结算性资本流动、银行资本流动、保值性资本流动和投机性资本流动 4 种方式。

1) 贸易结算性资本流动

贸易活动的进行必然伴随着国际结算，从而引起资本从一国或地区流向另一国或地区，而这种资本流动通常是短期性质的。在国际贸易中，进出口双方经常会相互提供短期信用，如出口方提供延期付款信用、进口方提供预付货款，以及结算中发生的早付迟收或早收迟付(Leads and Lags)等。它是传统的短期资本流动形式，是进出口双方给予对方的一种资金融通，因而形成短期性资本流动。

2) 银行资本流动

银行资本流动是指各国经营外汇业务的专业银行之间由于调拨资金而引起的资本国际

转移。各国外汇专业银行在经营外汇业务的过程中，不可避免地会出现外汇头寸的多头或空头，为避免外汇变动的风险，各国外汇银行需要借助于同业间的交易及时进行头寸调拨，包括套汇、套利、掉期、头寸抛补、头寸调拨和短期同业拆放等，这些均导致银行资本在国际间短期流动。

3) 保值性资本流动

保值性资本流动即资本外逃(capital flight)，指资本持有者为了避免受到损失，保证其资本的安全性和自身价值，而在国际间调动资本所引起的资本转移。引起资本外逃主要有 3 种因素：其一，资本原所在国政局动荡，影响资本的安全，于是资本大规模地向他国转移。这种短期资本流动容易引起国际资本流通的混乱，使资本外逃国家出现巨额国际收支逆差，同时又引起大规模的货币投机风潮。其二，一国国际收支持续逆差，其货币有可能贬值，于是资本将会转移到币值较稳定的国家和地区。其三，一国外汇管制趋紧使资本的运用受到限制，或者颁布并实施加征资本税等法令，也可引起资本外逃。

4) 投机性资本流动

投机性资本流动是指投机者利用国际金融市场上利率、汇率或价格的变动，伺机买卖金融资产、黄金市场的金价及资本市场的证券，牟取高额利润所引起的资本国际流动。尤其在国际金融市场高度自由化的今天，国际短期资本流动呈上升态势。拥有短期金融资产的投机者，凭借对各国金融形势的预期，利用灵活的金融工具，在他们瞄准的目标国入市炒作，煽起该国金融市场的剧烈动荡，进而诱发金融乃至经济危机，他们则从中获取价格涨落的差价利益。主要有以下 3 种做法。

第一，利用市场汇率变动。又可分为两种情况：一是当一国国际收支出现暂时性逆差时，该国货币汇率会暂时下跌，投机者预测这种汇率下跌具有暂时性，不久就会回升，于是按较低汇率买进该国货币(意味着该国资本流入)，待汇率上升后按较高汇率卖出(意味着资本输出)，反之亦然。低价买进高价卖出，这种汇率的差价即投机者获得的投机利润。这种投机性的资本流动可缩小汇率波动幅度，并最终使汇率趋于稳定。二是当一国国际收支出现持续顺差时，该国货币汇率会持续坚挺，投机者预期该国货币将升值，于是卖出他国货币而购进该国货币，反之亦然。这种投机性的资本流动能使汇率波动幅度扩大(加速货币贬值或汇率下降，或加速货币升值或汇率上升的进程)，从而使汇率更加不稳定。

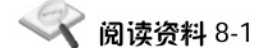
第二，利用利率变动或国别利率差异。投机者将资本从利率较低的国家调往利率较高的国家，利用利差获得收益。这种资本流动的前提是两国货币汇率比较稳定，即在无汇率风险的前提下，使资本流动以赚取利率差。若汇率波动较大，则有可能得不偿失。国际收支逆差往往采用提高利率的方式吸引短期资本流入以改善其国际收支状况。

另外，利用黄金市场金价的变动和国际商品市场价格的变动也可以从事投机性的短期资本流动。投机者利用某些政治事件或某种货币可能升值、贬值等谣言，运用投机资本冲击黄金市场，以某种货币抢购黄金或抛售黄金换取某种货币，哄抬或压低金价，从中获利；或者投机者根据重要商品的价格涨落，低价买进高价卖出，或高价抛出低价补进，赚取投机利润。

可见短期资本流动具有方式多样、内容繁多、流动频繁且变化无常等显著特征。由于短期资本大多属货币范畴(即狭义的货币供给)或准货币范畴，故短期资本流动对货币供应量有直接影响，进而影响到一国金融当局货币政策的执行；还有，国际收支的暂时性逆差

多半借助于短期资本流入加以弥补。

二战后国际金融市场游资充斥，主要也是短期资本流动使然。国际游资也称国际投机资本，主要包括现金、银行活期存款、短期政府债券、商业票据、各种基金、金融衍生品及其他流动性很强的资产。它既不属于任何一个产业，也不隶属于任何一个国家，它是由无数个集团和个人所拥有的巨额闲散资金组成的超级资本集团。嗜利是其本性，套利套汇是其主要手段，只要哪里有机会，它就会通过现代化的国际金融交易网络流向哪里。据国际货币基金组织估计，目前活跃在全球金融市场上的游资在 7.2 亿美元以上，相当于全球国民生产总值的 20%，其势力之大足可以摧毁一个中等国家的经济。数量巨大的国际游资已经成为全球金融界的公害。进入 20 世纪 90 年代以来，国际游资一个明显的动向就是频繁、大量流入经济迅速发展的发展中国家，主要是亚洲和拉美地区。欧洲货币危机、墨西哥金融危机、东南亚金融危机，无不与国际游资在其中兴风作浪有非常直接、重要的关系。这些问题都是短期资本流动的管理与利用过程中应予以高度重视的。



阅读资料 8-1

迅速崛起的国际投机资本

冷战结束后，发展成为世界经济的主题，导致国际资本供求格局失衡。从供给方面看，发达市场经济国家普遍存在资本过剩，但由于西方世界经济衰退，投资机会萎缩，形成大量“游资”急于寻求保值增值场所。从需求方面看，由于大多数发展中国家和地区(包括转型国家)国民经济结构严重失调，加快经济结构调整成为重要课题，但长期的“金融压抑”造成普遍的资金短缺。于是，制定优惠政策、开放金融市场以吸引外资就成为各国政府的共同选择。在巨大利益的吸引下，国际短期资本大量流入发展中国家和地区进行套利和套汇投机。

此外，国际金融交易网络和全球支付系统的迅速发展，也为短期资本的跨国流动创造了条件。现代金融交易超越了时间、空间的障碍，不仅大大提高了市场效率，也使得国际投机资本规模获得空前发展。“钞票正在以光速移动”，技术革命最终推动着全球金融市场走向了一体化。

2. 长期资本流动

长期资本流动是指期限在一年以上或未定期限的资本的国际流动，它包括实际资本(如对厂矿企业的投资)、财务资本(对债券、股票的投资)和对外资产与负债(如贷款)。按资本转移的方式不同，长期资本流动又可以划分为直接投资(foreign direct investment)、间接投资和国际信贷 3 种方式。

1) 直接投资

直接投资是指一国的投资者将资本直接用于他国的生产或经营，并掌握一定的经营控制权的投资行为。本国对外国的直接投资为资本流出，外国对本国的直接投资则为资本流入。

直接投资的主要形式有：第一，在东道国建立三资企业。第二，收购东道国已存在的企业。购买东道国企业的股权并达到一定的比例，从而拥有该企业的有效经营控制权。第三，利润再投资。它是指投资者将在国外投资企业所获得的未分配利润(指营业收入中扣除利息、地租、工资及税收后的保留利润)，不汇回本国企业所有者或股票投资者，而是全部或部分用来购买新的生产要素或者企业的股票，以扩大原有企业生产规模或对其他外国企

业进行在投资，它不涉及到资本的流出或流入。利润再投资是当代跨国公司对外直接投资的一种重要方式，占国际直接投资的 40%左右。第四，业务控制。即“不出资的对外直接投资”形态，是指通过资金、技术销售等方面的联系以达到控制企业的目的，实现直接投资的功能。

2) 间接投资

间接投资也称证券投资，是指一国的投资者购买外国企业发行的股票或者其他有价证券，并获取有关收益的一种投资行为。

以证券投资为媒介的国际间接投资于国际直接投资的区别在于：第一，证券投资者只能获取债券、股票等证券投资的股息、红利，而对被投资企业无管理控制权；而直接投资者除了直接承担被投资企业的风险盈亏外，还必须拥有对该企业的管理控制权。第二，证券可以任意转让；而直接投资或合营企业在转换股权时须征得合作者的同意，并须到政府有关管理部门改变注册。第三，证券投资额(主要是债券部分)构成证券发行国(筹资国)的外债；而直接投资则不构成被投资国的外债。

3) 国际信贷

国际信贷是指除了上述两种形式以外的各种长期信贷，包括政府援助贷款、国际金融机构贷款、国际银行贷款及其他信贷等。这种形式的长期资本流动方式在 20 世纪 80 年代发展很快，成为发展中国家最为灵活的外资来源，但 20 世纪 80 年代以后，由于证券化的影响，国际信贷的增长速度减慢。

国际信贷的主要方式有：①政府援助贷款。是指一国政府利用财政资金向另一国政府提供的优惠性贷款，一般是工业发达国家对发展中国家提供的双边贷款。这类贷款一般有特定用途，如用于支付从贷款国进口的资本货物、用于某些特定的开发援助项目等。除规定用途外，政府贷款往往附带条件，如要求贷款国必须采取特定的经济政策，贷款国要对资金的使用进行监督等。②国际金融机构贷款。如世界银行、国际货币基金组织等全球性国际金融机构对会员国的贷款；泛美开发银行、亚洲开发银行等区域性国际金融机构对发展中成员国的贷款等。③国际银行贷款。主要包括双边银行贷款和银团贷款两类。前者是指国际商业银行对外国银行、企业或政府的贷款，后者是指在国际金融市场上由一家或若干家银行为牵头银行和经理行，邀请多家银行组成银团，共同向某个国家的银行、企业或某项工程项目提供贷款。④其他信贷。包括中长期出口信贷和租赁信贷。前者主要指买方信贷，即一国政府为支持和扩大本国出口，提高国际竞争能力，通过银行直接向外国进口商或进口银行提供中长期贷款；后者是目前西方较为流行的一种信贷方式，承租人通过定期支付租金，即可租用国外出租人的机器设备，这对于缺乏足够资金的承租人来说，可扩大投资能力，而对有支付全部设备能力的投资者而言，可避免资金积压，实际上等同于利用了一笔长期贷款。

阅读资料 8-2

金融全球化与宏观经济波动

除促进经济增长以外，金融全球化在理论上的益处之一就是有助于发展中国家更有效地管理宏观经济波动，特别是缩小消费相对于产出的波动幅度。但事实却与此相反，处于金融一体化初期的国家面临更大的产出和消费波动风险。发展中经济体的金融和货币危机的增多，往往被视为与金融全球化相关的自然的“成长期痛苦”。

实证研究表明，资本流动的构成及外债偿还期限结构可能与危机发生的几率相关。债务危机更容易发生在外债偿还期较短的国家，宏观经济基本条件较弱的国家大多处于被动接受偿还期较短债务的地位。

尝试保持相对固定汇率制度的发展中国家常常面临遭受货币攻击的风险。虽然完全固定或部分固定的各种汇率制度拥有一定优点，但是当经济遭受不利冲击时，如果没有支持性的国内政策，就难免发生此类汇率制度突然崩溃的危机结果。因此，系统政策选择可能直接影响到金融全球化下各个经济体的脆弱性程度。

金融一体化也会使与不审慎财政政策相关的风险恶化。利用国际资本市场可能导致过度举债，并将资金导向生产率低下的政府支出。以硬通货计值的大量短期外债使发展中国家容易遭受外部冲击，或对投资者信心造成负面影响。

在金融监管和监督机制不健全的情况下，过早开放资本账户也可能产生严重的风险。如果银行体系的监管机制薄弱，国内资本市场中存在其他扭曲，则外国资本流入可能导致此类经济体现有的低效率进一步恶化。例如，如果国内金融机构倾向于将资本导入风险过高或基本面很差的企业，金融一体化可能只是导致此类资源配置不合理的情况加剧。反过来，在发生不利的宏观经济震荡时，过早引入的海外资本对政府和企业资产负债造成的负面影响，也不利于金融机构的健康。

(资料来源：杨海珍. 国际资本流动研究[M]. 北京：中国金融出版社，2011.)

8.2 国际资本流动的经济效应

资本的国际间流动，因其惊人的力量、蓬勃发展的速度，已成为现代全球经济的标志性特征。有关国际资本的一切似乎都令人无法想象。巨额的资本游荡在全球范围，轻点按钮，即可使上亿美元在相距甚远的两地间流动，一个决策的结果可能是丰厚的收益，也可能是致命的失误。资本在追逐着利益，生生不息。一些障碍被解除了，一些障碍被资本的流动冲破了，当然也有一些障碍依然存在。正如托马斯·弗雷德曼(Thomas Friedman)在《纽约时报》上撰文指出的：虽然这些“电子羊”并不像它和那些乐观派所期望的那样随心所欲地到处流动，但被它践踏的区域是毋庸置疑地扩大着的资本在全球日益灵活的流动，无疑是推动世界经济全球化的重要力量。

8.2.1 国际资本流动的根本原因

在国际资本流动中，长期资本和短期资本流动的具体原因各不相同。各国资本流入和流出的具体原因当然也不同。但是，从总体来看，国际资本流动的根本原因不外乎以下两个：一是追求利润；二是规避风险。现实经验告诉人们：任何国际资本的流出或流入，主要是追求利润和规避风险这两者权衡的结果。

1. 追求利润

一般来说，国际资本往往流向利润较高的国家和地区。如果一国国内投资所获取的利润低于国际市场，则会引起资本流出。反之，一国投资的利润高于其他国家，就会引起资本流入。虽然在现实中，阻碍资本自由流动的因素总是存在的，资本很难完全自由地流向具有高回报的场所，但是资本收益率的相对差异却总会使得资本想方设法地从低收益的地方向高收益的地方流动，使得资本流出国的收益率上升，资本流入国的收益率下降，直到两地的资本收益率接近，资本流动放缓直到停止。获取高额投资利润的主要因素有以下几方面。

1) 高利率

利率的高低直接影响到资本的收益率，利率高就意味着可以获取较高的资本收益，利率低则意味着资本收益率也较低，从而导致国际资本从利率较低的国家或地区流向利率较高的国家或地区。所以，在国际资本流动的过程中总有一部分是由利率因素引起的。特别是短期资本的流动对利率变化最为敏感。资本持有者总是有意将资本从收益低率低的国家向收益率高的国家转移，以获取较高的收益。

2) 高关税税率

关税税率的高低也是影响利润、影响国际资本流动的直接原因。当一国关税税率过高，向该国输入商品的成本就会上升，这样，为了绕过关税壁垒，降低贸易成本，资本就会流入该地区直接建立企业，或与当地企业合作，生产满足当地市场需求的商品，以求避免高关税对利润的侵蚀。

3) 低廉的劳动成本

劳动力是创造利润发源泉，劳动力价格低的地区，往往也是利润高、吸引资本流入的地区。投资者经常通过直接投资的方式在这些地区建立企业，雇佣当地廉价的劳动力，生产劳动密集型、低成本的产品，在国际市场上取得超额利润。

4) 低廉的原材料成本

原材料是生产要素之一，获取廉价的原材料是获得利润的一种手段。因此，一些国家的资本会流向原材料价格较低的国家，帮助该国采矿或利用当地的原材料建立新企业，生产出成本较低的产品投放国际市场，获取利润。所以，国际资本常常会流向原材料价格较低的国家和地区。

5) 低廉的运输成本

在国际经济交往中，特别是对外贸易中，由于运输费用过高，或运输期限过长，也会影响投资利润。因此，国际资本往往会流向某种产品的主要消费市场或附近地区，在这些地区建立企业，通过减少运输路途、运输时间和运输费用来降低成本获取利润。

6) 国际收支不平衡

当国际收支不平衡时，会造成资本的跨国流动以清偿国际间的债权、债务，进而会造成逆差国的货币走软，顺差国的货币走强的趋势。所以，在国际金融市场中，人们就会抛售汇率趋势走软的货币而追捧汇率趋势走强的货币，从而在汇率变动的过程中逐利。在货币持有的转换过程中，便会产生不同币种资本的流动。在这种资本的国际流动中，短期资本的大规模跨国流动会对汇率造成很强的冲击，而汇率的剧烈波动又会造成短期资本的大规模跨国流动，这在 20 世纪 90 年代末期的东南亚金融危机中表现得非常典型。

2. 规避风险

在国际资本流动中，追逐利润并不是单纯或唯一的动机。风险与收益的关系是投资者极为重视的。一般而言，资本在运动中要兼顾安全性、流动性和盈利性的原则，在风险相同时，投资者追求更高的回报率，在回报率相同时则追求更好的安全性。但是，不同的人对于相同的风险有不同的认识，于是，在国际经济运行中，风险厌恶者就会在追求资本安全目标时，将其从高风险的地方转向低风险的地方，而与此同时，风险偏好者则会将资本调入高风险区以获取高额利润，这也会形成资本的国际流动。

风险因素包括政治风险和经济风险两类。政治风险是指由于战争、罢工、暴动或由于国家执政当局变更及政策的改变所引起的财产损失；经济风险是指由于国家经济形势的恶化，国际收支巨额逆差、严重的通货膨胀、货币汇率发生剧烈变动等造成的财产损失。为逃避风险，资本往往会流向政治、经济局势较稳定的国家和地区，以追求资本的安全性。

利润和风险是成正比的：风险越大，利润越高；风险越低，利润就越低。从盈利的角度看，资本流向发展中国家可能会获得较高的利润；但从风险角度看，发展中国家往往政局不稳，政权更替频繁，法律程序多变，生产条件差，而这些往往又会引起资本外逃。

资本国际流动的原因除了追求利润与规避风险之外，投机、规避贸易保护、国际分工等因素也造成了资本的国际流动。在国际经济交往中，由于贸易保护主义的限制，存在着一些贸易壁垒，人们为了绕过贸易壁垒，往往会进行国际间的直接投资，即厂商会在市场所在地投资办厂从事生产，就地出售商品，这一过程就会引起资本的国际流动。另外，战后高速发展起来的跨国公司，在跨国经营过程中，不管跨国公司是进行垂直型的国际分工的投资，还是进行水平型的国际分工的投资，都极大地推动了资本的国际流动。另一方面，战后发展的经济一体化极大地消除了成员国之间的贸易、资本流动和人员流动的障碍，加速了资本国际流动的进程。例如，欧洲经济一体化的进程不仅推动了资本在欧盟范围内的流动，而且推动了资本在与欧盟有着密切经济往来地区的流动。

阅读资料 8-3

国际投机资本危害证券市场

国际投机资本对流入国证券市场的不利影响可能有3个方面：一是降低了市场效率；二是增大了市场波动性；三是在提高国内外证券市场关联性的情况下，可能将国际金融市场的波动传入国内。

外国投资者的经济行为要受到其他金融市场的影响，不可能总反映东道国证券市场的经济因素。而且，外国投资者对东道国上市公司的了解有限，或者是由于他们更加注重流动性，导致实际操作过程中会将一些股票排除在资产组合之外。这就容易造成证券市场价格扭曲，进而影响资本配置的效率。

在许多发展中国家，共同基金是国际资本进入本地股票市场的主要途径，甚至是唯一途径。由于外国投资者对共同基金投资新兴市场的信心不足，所以这些市场股票指数的些许下降都有可能引起投资者赎回基金份额，基金管理者也会被迫出售部分当地金融资产，导致股票价格进一步下跌。而且，跨国机构投资者大都秉承快进快出的策略，更加上资金规模庞大，对新兴市场的影响力度不容忽视。

外国投资者会随着国际证券市场的行情变动而调整资金头寸，为了向其他市场提供充足的支付手段，很可能必须出售东道国证券资产，结果引起该国股票市场价格波动。此外，国际证券市场的行情变动也会调整国外投资者的市场预期。例如，某一新兴市场证券行情看跌时，可能使外国投资者对其他新兴市场证券价格也形成下跌的预期，于是大量出售或是沽空该国证券资产，使国际市场的波动性传入国内。

(资料来源：陈雨露. 国际金融[M]. 2 版. 北京：中国人民大学出版社，2006.)

8.2.2 国际资本流动的新特点

20 世纪 90 年代是国际金融界的多事之秋，金融危机一波未平一波又起，国际资本流量高速增长，欲与美元抗衡的欧元前景尚不明朗，国际金融市场正经历着剧烈的动荡和调整，国际资本流动也随之呈现出许多新特点。

1. 国际资本流动总量的变化

1) 国际直接投资总额持续增长，年流量在经过暂时下降后，大幅回升且呈继续增长态势。

全球国际直接投资总额在20世纪80年代末已达到1.5万亿美元。进入20世纪90年代，国际直接投资的存量规模持续扩大，到1999年年底，其累计余额已超过5万亿美元，比20世纪80年代末增长了2倍多。从流量指标看，国际直接投资流出量在1990年达到创纪录的2 402亿美元，此后受发达国家经济衰退的影响，1991年和1992年分别下降为2 108亿美元和2 013亿美元；1993年以后，国际直接投资流量开始恢复性增长，并于1995年首次超过3 000亿美元，较1994年增长40%。90年代下半期，虽然国际直接投资流量的增长速度有所减缓，但仍呈持续增长态势。例如，1999年国际直接投资流量达8 650亿美元，比1998年增长了27%，而2000年则首次突破1万亿美元。可见，20世纪90年代以来，国际直接投资存在短期波动的现象，但从长远看，考虑到以生产为基础的国际分工日益深化、贸易和投资政策日趋自由化、世界经济全球化发展的趋势及科技进步等因素影响，国际直接投资的增长仍大有余地。

2) 国际间接投资快速增长而成为国际资本流动的结构主体。

20世纪90年代以后，随着新型金融商品的急剧膨胀和大量增加，国际间接投资内涵发生较大变化，与此相适应，国际间接投资组织出现超前大整合。非银行金融机构数量增多，规模增大，而且银行大量介入非银行金融业务。非银行金融机构的过度超前发展，必然推动国内金融投资和国际间接投资的超现实增大，反过来促进前者更加脱离现实发展，形成“高度膨胀循环”。20世纪90年代初，国际直接投资从1990年的高峰回落，1993年止跌回升，此后的几年中，国际直接投资一路上升，但是，同期国际间接投资的数量更为可观。国际间接投资种类增长的最快的是外汇交易，债券、股票交易和其他期权、期货、套期等金融衍生商品交易。自20世纪80年代中期国际间接投资方式的证券发行量首次超过国际信贷以来，国际筹资者的资本来源由原来的以银行信贷为主，转向以发行各类有价证券为主，直接面向社会募集资金。国际间接投资的过分膨胀使其超过了国际直接投资和国际贸易的增长速度。同时，由于国际证券市场融资具有融资主体、筹资对象广泛，筹资用途灵活，资金使用期长的特点，故证券筹资规模已多年持续扩大，已成为国际资本流动的结构主体。

2. 国际资本流动的区域流向的变化

20世纪90年代世界经济发展产生了诸多变化，进而使得趋利避险的国际资本也作了适时的调整，地域流向发生了相应的变化。

(1) 国际直接投资日益集中在以美国为首的北美洲及大洋洲区域(包括加拿大及周边拉美国家和澳大利亚、新加坡等国)、以欧盟为核心的欧洲经济区和以日本为龙头的亚太经济区。

据估计，这些地区囊括了全球直接投资的80%左右。这与20世纪90年代以来日益发展的美国、欧盟和日本三足鼎立的国际直接投资格局相对应。这种区域化集中的态势，主要得益于两种力量的推动：一是在各国政府的努力下，本地区经济一体化水平在不断提高。同时，各大国在加强自己所在区域经济活动的同时，纷纷调整政策，使得跨区域的经济合

作不断增多；二是通过跨国公司内部贸易、技术和资本结成的基本联系，使得本区域内及其周围国家之间的经济联系日趋紧密。

20 世纪 90 年代，美国经历了二战后少有的长期经济繁荣时期，俨然成了国际资本的“安全岛”。1998 年流入的私人证券资金达到 2 280 亿美元，外国公司并购资本达 2 340 亿美元，比上年增长了 3 倍。这一趋势在 1999 年得到延续，前两个月购买美国公司的总金额达 945 亿美元，是 1998 年同期的近 10 倍；日本作为世界最大的债权国地位开始动摇，经济持续低迷、巨额银行坏账压力使日本经济进入深度整合期。日本海外进入机构急剧收缩，海外金融资产降到最低点，1998 年年底有 92.9 亿日元。与此同时，日本大规模吸引外资，外国资本仅 1998 年就并购了 61 家大中型企业，创历史最高纪录，而且政府计划到 1999 年净公债额占 18 个发达国家总额的 90%。西欧经济在 1999 年的前几个月增速减缓，北大西洋公约组织(以下简称北约)空袭造成出口需求减少，个人消费出现下降势头，欧元汇率下跌，投资者信心不足，收益前景并不乐观，使得一些资本外流。

(2) 中东欧及俄罗斯等转轨国家债务负担沉重，吸收外资难度加大。

受俄罗斯金融危机和欧盟经济增长放缓的影响，中东欧国家普遍面临着外债规模膨胀，经常项目赤字大幅度增加的问题。该地区经济增长最好的波兰，其 1998 年外债规模已达到了 410 亿美元，外贸逆差则达到创纪录的 200 亿美元。中东欧国家都是中小国家，本身市场容量小，GDP 的 1/3 甚至是 1/2 靠外贸实现，外贸状况的恶化及外债的增加，使该地区丧失了 1993—1996 年吸收外资的良好势头。1999 年以来，由于科索沃问题的影响，吸收外资更加困难。1998 年，俄罗斯公布的外债约占本国国内生产总值的 65%。1999 年初，FitchIBCA 已将俄罗斯政府所发行的欧洲债券评定为 CCC 级。俄罗斯几乎很难在国际金融市场上筹集到外汇资金，日本、美国和欧洲一些银行大幅削减对俄罗斯的贷款，流入俄罗斯的国际直接投资在 1993—1998 年间仅为 92 亿美元，平均每年仅 15 亿美元。

(3) 流入拉美和亚洲的国际资本出现此起彼伏的态势。

对于国际资本流动来说，20 世纪 80 年代中后期以来，南亚、东亚等亚洲国家和地区吸收的外国直接投资存量和流量成倍增加，就绝对额而言，其他任何发展中国家地区目前均无法与之媲美。但从外国直接投资流量的增长速度看，这一地区的领先地位已经受到了拉美和加勒比海地区的挑战。拉美和加勒比海地区在 1990—1997 年引进外国直接投资的流量年均增长率高达 29%，是发展中国家年均增长率最高的地区。同期的南亚、东亚地区虽仍有 22%的年增长率，但不及发展中国家的平均水平。但是，受亚洲金融危机、俄罗斯危机和 1999 年初巴西金融危机的影响，流入拉美的国际私人资本 1998 年下降为 876 亿美元。而亚洲在危机后的第二年露出经济复苏的曙光，撤离的资金开始回流，各国在进行经济调整的同时进一步开放市场，增加了新的投资机会。

与此同时，国际股权证券投资流量和比重的变化亦反映相同的变动趋势。流入亚洲的国际股权证券投资占流入所有新兴市场的份额由 1990 年的 56%下降到 1997 年的 5%，同期流入拉美和加勒比海地区的比重则由 34%上升到 48%。1990—1997 年拉美及加勒比海地区国际股权证券投资流入量的年均增长率高达 45.9%，同期内亚洲地区的年均增长率却是－2.6%。

3. 国际资本流动方式的变化

20 世纪 90 年代以来，国际资本流动的方式发生了深刻的变化，具体表现如下。

1) 官方融资比重显著下降，外国私人资本重要性日趋增加

按世界银行的划分标准，国际资本流动分为官方发展融资和外国私人资本两种形式，后者又可细分为外国直接投资、国际股权证券投资、外国商业银行贷款和发行国际债券等。二战后到 20 世纪 70 年代中期，官方发展融资的地位和作用大大加强。这一时期，官方提供的优惠和非优惠外国资本是发展中国家输入资本的主要渠道。从 20 世纪 70 年代中期起，官方融资总量尽管还在增加，但其地位和作用大为削弱。

20 世纪 90 年代以来，官方发展援助的绝对数额逐年减少，该金额已由 1990 年的 564 亿美元减少到 1996 年的 347 亿美元，1997 年对陷入金融危机国家的发展援助增加，使官方发展融资总额上升到 442 亿美元，但仍不及 1995 年以前的水平。官方发展融资是 20 世纪 90 年代以来国际资本构成中绝对额唯一持续下降的项目。从增长角度看，官方发展融资也是国际资本构成中唯一出现负增长最多的项目，1991—1997 年年均增长率跌至－3.4%。官方发展融资占发展中国家长期国际资本流入总额的比重已由 1990 年的 52%，逐年下降到 1997 年的 13.4%。官方发展融资减少的主要原因，是由于大多数工业国财政预算的削减，从而使资金供给来源受到限制；冷战结束后，发展中国家的战略地位和军事重要性也趋于下降，一些发达国家不像冷战时期那样热衷于发展援助。此外，美元相对于其他发达国家货币的升值，使这些国家提供的发展援助资金折算成美元金额也减少。

与官方发展融资相反，由外国商业银行借款与发行国际债券、外国直接投资和国际股权证券投资构成的流入发展中国家的国际私人资本流动则取得长足发展，绝对额由 1990 年的 519 亿美元增长到 1997 年的 2 846 亿美元，同期内占发展中国家国际长期资本流入总额的比重由 48%上升至 87%。

2) 外国直接投资成为发展中国家利用国际长期资本的最大项目

国际私人资本流量的增加，主要是外国直接投资绝对额稳步增加所致。根据联合国贸易发展会议和世界银行估计的资料，1997 年流入发展中国家的外国直接投资达到 1 489 亿美元，是发展中国家利用国际私人资本净额的最大项目。1997 年，其他类别的国际私人资本按流量净额排列依次为对外借款和发行国际债券 1 032 亿美元(其中外国商业银行贷款 410 亿美元，发行国际债券 540 亿美元)，国际证券投资 325 亿美元。实际上，外国直接投资不仅是发展中国家利用国际私人资本的最大项目，而且更成为发展中国家整个国际长期资本净额流入中的最大项。据联合国《1998 年世界投资报告》，1997 年全球外国直接投资流量为 4 004 亿美元，其中流入发展中国家的外国直接投资达到 1 489 亿美元。这意味着流向发展中国家外国直接投资流量占全球总额的比重已由 1990 年的 17%提高到 1997 年的 37.2%。发展中国家在全球接受外国直接投资中的份额上升，标志着 20 世纪 90 年代以来发展中国家对外国直接投资吸引力的增强和发展中国家总体区位优势的提高。

3) 国际资本投资主体多元化

国际资本投资主体是指把各种资本输出到国外进行各种投资的国家或地区。国际资本投资主体多元化，是指随着各国或各地区经济的发展和国际资本流动的新变化，在国际市场上出现的多国或多地区不同规模地向外输出资本的趋势。

20 世纪 90 年代以来，国际资本投资主体多元化的特征越来越明显，而且投资主体层次清晰。这种多元化的体现如下。

第一，发达国家都是重要的投资主体，构成投资主体的第一层次，它们是国际投资的

最主要力量。其中十大投资主体分别是：美国、日本、英国、德国、荷兰、加拿大、法国、意大利、瑞典、澳大利亚。美国、欧盟、日本是当今世界投资的“大三角”。这些投资主体的特点是资本雄厚，投资面广，投资速度迅速。

第二、亚洲新兴工业化经济群、石油输出国组织、阿拉伯海湾产油国等先后跻身于海外投资者行列，构成投资主体的第二层次，这是国际投资的重要力量。尤其是亚洲新兴工业化经济群，包括中国香港、中国台湾、新加坡、韩国，是这个层次的主要投资力量。这个层次的投资主体的特点是潜力大，开拓性强，投资范围较广。

第三，其他发展中国家构成投资主体的第三层次，这是补充的投资力量。其特点是资本有限，实力较薄弱，只能有条件地向外输出资本。进入 20 世纪 90 年代后，这一层次已成为国际资本输入的主要对象。一方面，工业大国经济增长缓慢，经济停滞挫伤了公司企业的投资意愿，资金需求疲软；另一方面，发展中国家整体的年平均增长率在 5%左右。经济增长率高，对资金的需求旺盛，投资获利的前景也较好，从而形成对国际资金的强大吸引力。国际资本以空前的规模和速度流向经济前景看好的发展中国家。这对推动发展中国家的经济发展、弥补发展中国家的资金短缺极为有利。

4) 国际资本流动部门结构的变化

进入 20 世纪 90 年代，服务业和高新技术产业成为国际直接投资流入的主要行业。国际直接投资的部门结构从初级产业和资源加工型产业向服务业和技术密集型产业转化，初级产业部门的投资比重相对下降，而房地产、银行、保险、商业、旅游、运输等服务行业的投资比重则迅速上升。在制造业中，虽然流向发展中国家的外来投资仍偏向劳动密集型产业，但流向新兴工业化国家的外来投资则已从劳动密集型产业向资本密集型、技术密集型产业转移。

流入服务业的国际直接投资在 20 世纪 80 年代后半期开始稳步上升。进入 90 年代以来，服务业吸收的国际直接投资更是迅速增加，其原因主要在于金融、电信等行业的自由化进程加快以及世界范围私有化浪潮的兴起。自 1995 年世界贸易组织成立以来，特别是《服务贸易总协定》管辖下的《基础电信协议》、《金融服务协议》的达成与实施后，金融、保险等服务业的准入障碍进一步减小，一些国家实行的私有化浪潮又为外资进入提供了可能性。1997 年，仅发生在金融、保险两个行业的跨国并购就达到 590 亿美元。

高新技术产业在 20 世纪 80 年代初就已成为国际直接投资流入的一个重要行业，90 年代以来，随着高新技术的不断涌现、全球竞争的加剧及跨国公司全球战略的调整与重组，高新技术产业在国际直接投资中的地位进一步上升，特别是通信、医药、化工、电子、汽车等行业日益成为当前国际直接投资流入的热点，如 1997 年全球通信业的跨国并购比 1996 年增长了约 20%。

8.2.3 形成国际资本流动新特点的主要原因

1. 世界经济一体化趋势的加强

世界经济一体化是当代国际经济关系日益密切的反映，它既是跨国公司在全球范围内进行大规模国际直接投资、组织跨国界的生产经营活动的结果，又为其更大规模国际直接投资提供了畅通的渠道。世界经济一体化一方面表现为生产的国际化，生产国际化主要是指生产力的发展突破了国家疆界的限制和束缚，开始了使各国的社会再生产日益交织和密

切的过程。现代生产由于国际分工和合作在广度和深度上的发展已在一定意义上成了国际性生产。另一方面表现为组织结构的一体化。跨国公司建立起有效的网络管理体系，使生产、贸易投资、技术开发等机构围绕总体战略目标而有机进行。

2. 产业结构的国际调整和国际分工深化

20 世纪 90 年代以来，世界各国都开始结合经济发展战略进行产业结构调整，产业结构升级成为世界经济中的普遍现象。发达国家产业结构进一步“软化”，知识和技术密集部门迅速膨胀，信息产业迅速发展；新兴工业化国家和地区，以及工业化迅速发展并已具备相当工业基础的国家，资本和技术密集型产业比重在逐步增加。这样，不同层次产业的跨国界转移，既有必要，又有可能。发达国家之间，在高度发达的生产国际专业化基础上，各国结合自身特点，进行更高层次的产业扩散；同时，在保持技术优势的前提下，将部分资本密集型产业转移到工业基础较好的发展中国家和地区，并进行部分高技术领域投资。而后者由于产业结构升级，也向其他发展中国家转移部分劳动密集型产业。而发展中国家则利用发达国家经济转型造成的部分“市场空缺”，发挥自身优势，进入发达国家市场，以获取先进技术和管理经验。从世界范围看，由不同生产要素和产业结构层次形成的各国经济上的互补性大大加强，国际分工在深化。结果，一体化的国际生产格局逐渐形成。它既得益于国际直接投资的增长，反过来又直接带动了国际直接投资的进一步发展。在跨国公司和区域经济集团化大发展的 20 世纪 90 年代，国际直接投资的增长，更多地通过两条途径得以实现：一条是通过跨国公司全球化战略及其网络组织结构所形成的公司内部国际生产一体化体系；另一条则为通过区域及跨区域的规模性产业转移。

3. 投资方式和投资工具的不断创新

随着区域经济一体化和各国相继放松投资管制，企业间的跨国兼并和收购成为全球对外直接投资的主要形式。国际投资的另一新方式参股合资及股权和非股权形式的跨国联合投资体——国际战略联盟也日趋增多。此外，国际金融领域的金融创新浪潮不断，加强了融资证券化、注重资产负债表表外及金融市场一体化的趋向。这些因素促进了国际资本流动规模的扩大，并且使国际资本流动更加灵活和方便。

4. 发展中国家国内政策的调整、市场运作效率的提高和外资政策的开放

国际私人资本流动是通过市场配置资源的一种方式，必须遵循市场经济的基本规律。私人外国直接投资者在更大程度上依赖市场的力量，由市场力量决定投资的数量和地区分布，在全球范围内寻找最有利的投资市场，有效合理地配置其资金、技术、管理等各种资源。20 世纪 90 年代以来，发展中国家深化市场导向的经济体制改革和经济结构调整，不同程度地减少了政府对市场的干预，对一些国有部门实行私有化或民营化，减少了市场扭曲和市场失败，顺应了生产要素国际流动的要求，成功地吸引了外国直接投资。

发展中国家对引进外国直接投资曾经历由疑虑、限制、排斥转变为鼓励和扶持的过程。20 世纪 90 年代初以来，一些相对封闭的国家，如亚洲的越南、缅甸、蒙古、老挝和非洲的安哥拉、埃塞俄比亚等国，纷纷颁布法规，宣布对外资开放。早已实行对外开放的拉美、东亚和东南亚等地区国家也进一步放松管制，提高对外资开放的广度和深度。

8.2.4 资本流动的经济效应

国际资本流动在本质上是生产要素的国际化配置和组合。随着国际资本流动规模的扩张，流动速度的加快，以及融资与交易工具的大量创新，国际资本流动所产生的经济效益也越来越多。

1. 长期资本流动的经济效应

1) 长期资本流动的积极效应

(1) 长期资本流入有利于欠发达国家和地区的资本形成，促进经济长期发展。

资本形成不足是阻碍这些国家和地区经济发展的主要问题，贫穷则是造成资本恶性循环的关键因素。收入水平低，人们的购买力低下，对投资的吸引力就小，容易出现投资信心不足；同时，收入水平也限制了储蓄能力，从而影响了储蓄向投资的转化，导致资本缺乏。而收入水平之所以低，是因为生产效率低；生产效率低在很大程度上是因为生产中资本投入少；资本投入少则是因为储蓄能力低，而且投资动机不足。于是，资本形成的同时还受到来自需求和供给两方面的掣肘，而陷入了自我压抑的怪圈。

从这个层次意义上讲，引进外资是促进欠发达国家和地区资本形成的有效途径。一方面，外资注入可以补充欠发达国家的资本供给，为其发展本国经济、增加出口贸易和提高国民收入创造有利条件。另一方面，有效利用引进的外资，可以拉动对本国人力资源与自然资源的需求，在提高资源利用效率的基础上提高生产能力，从而实现国民收入增长，经济快速发展。例如，二战后，美国对西欧大规模的资本输入，为西欧各国经济恢复和发展补充了资金来源，带去了先进的技术并促进了西欧新兴工业部门的建立和发展；同时，使西欧各国的管理水平也大为提高。又如，资金和技术都较紧缺的发展中国家，引进外资并能妥善管理和使用者效益显著，当今世界新兴的工业化国家和地区即是证明。

具体而言，对外直接投资的投资决策由外国投资企业做出，即使并不完全符合本国发展目标，也还是直接作用于国内的资本形成，为资本流入国增添真正的新的生产力。至于国际信贷(银行信贷、政府援助贷款等)和政府间的赠与款项，其使用方向则完全取决于资本流入国自身，或者由政府统筹，用于建设公共服务事业和作为社会经营资本，从而奠定长期经济发展的基础；或者由国内企业在利润最大化目标指导下自主决定投资项目，也对本国经济增长具有积极作用。

(2) 长期资本流入有助于平抑国内经济周期的波动。

由于获得非居民的对外直接投资、银行贷款或证券投资资本，国内微观主体的金融活动范围就超出了本国市场的界限。这使得国内企业和消费者可以在本国经济衰退时借助资本输入而继续从事投资和消费活动，在经济增长时再对外进行清偿。通过这种方式，国际资本流入就在很大程度上发挥了平抑流入国经济周期的作用，从而为本国经济体系提供了更大的稳定性。

与此同时，国内投资者也一定程度地享受到了在国际范围内进行多样化投资的好处，降低了因为国内经济波动而不得不面对的风险程度。而相对提高的收益水平，很可能刺激国内储蓄和投资活动的高涨，使资本流入国的产出效应进一步放大。

(3) 长期资本流出有利于提高净资本输出国的资源利用效率

在多数富裕的发达国家，市场成熟度越高，利润平均化作用越是明显，寻找高收益投

资项目的难度也就越大。如果资本流动不受阻碍，那么储蓄资源就会流向最具发展潜力、使用效率最高的地方，挖掘更高收益的投资项目。在市场力量的作用下，资源可以在更大的范围内得到合理而充分的配置。于是，在拉动输入国对本国实际资源的需求并提高生产效率的基础上，自然有利于输出资本实现丰厚的收益。从这一点来看，国际资本流动为流出国原本闲置的资金开辟了更广阔的用武之地，并以此完成了从低效益资金向高效益资金的转变。如此既满足了资本自身追逐利润的天性，也符合资本输出国经济扩张的国家利益。

另外，流入国国民收入的提高必然带动进口增加，如果新增进口的大部分订单落在了资本流出国的手上，则意味着流出国的出口将会扩大。在外贸乘数的作用下，这就会引起该国国民收入水平提高，于是储蓄增加，投资增加，收入水平可能进一步提高。由此可见，在一定条件下，资本输出甚至可以推动本国收入水平进入一个螺旋上升的良性循环。虽然当期的资本外流对国内投资水平具有一定的挤出效应，但是从长远来看，未必导致国内消费与投资的减少。所以，只要资本输出的资金来源选择得当，资本输出国的消费与投资不仅不会减少，反而可以成为推动国民收入增长的有利因素。

同时，资本流出也有利于资本输出国占领世界市场，获取国内经济发展所急需的原料、燃料和其他紧缺资源，加强本国垄断资本的实力。且巨额利润的汇回可以改善本国国际收支。

2) 长期资本流动的消极效应

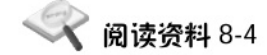
(1) 在一定程度上加深了资本输入国对国际资本的依赖程度，有些经济领域甚至可能在某种程度上为国际垄断资本所控制。对于那些外资依附性较高的国家，一旦世界经济情况发生逆转或国际金融市场发生重大变化，外资就会抽走，势必导致该国经济陷入困境，亚洲金融危机即是证明。

(2) 对资本输入国的国内外市场形成某种程度的威胁。20 世纪 80 年代以来，国际资本大量涌入美国的意图就是要绕过各种关税和非关税壁垒，打入美国国内市场，同时挤占美国国外市场。

(3) 如果资本输出国本身的投资需求量较大却过多输出资本，将会促使国内利率上升，而不利于国内经济的增长。

(4) 资本输出过多可能加速国内传统工业部门的衰落，使结构性失业日趋严重。同时，资本输出过多，风险性也较大，例如，20 世纪 80 年代的债务危机使西方债券大国陷入一片恐慌之中。

(5) 国际资本流动也加速了世界各国经济发展的不平衡性，尤其是南北差距进一步扩大，而且加剧了各国在世界经济领域的竞争，在某种程度上激化了世界各类国家之间的矛盾。


阅读资料 8-4

国际资本流动出现四大新趋势

金融危机显著改变全球资本流动格局，国际资本流动出现四大新趋势，国际资本从发达国家到新兴市场继续大进大出，而且资金量加大；国际资本仍然会从债权国流向债务国，但新兴市场今后为美国提供中长期融资的动力会减弱；国际资本流动的地域分布出现新格局；国际金融市场参与者的角色发生很大变化。金融危机显著改变了全球资本流动格局，国际资本流动出现一些新趋势。

第一，国际资本从发达国家到新兴市场继续大进大出，而且资金量加大。随着经济萧条加剧，导致国际短期资金流向逆转，新兴市场国家出现短期的资本净流出，导致货币贬值和股市大跌。2009 年 3 月以来，国际货币基金组织为新兴市场尤其是东欧和墨西哥提供了巨额贷款，资金开始回流，新兴市场货币和股市大幅度反弹。东欧各国虽然在国际货币救助下渡过难关，但股市表现一般，主要是因为欧盟财政政策相对比较保守，欧盟的经济复苏可能比较缓慢。

由于“金砖四国”(巴西、俄罗斯、印度和中国)的前景很好，发达国家零利率和量化宽松政策的影响下，容易使得套利资金流入新兴市场，再加之“金砖四国”较强的经济基本面和国际收支状况也吸引了不少投资者。2009 年 3 月以来，香港资金流入量大幅增加，银行结余创历史新高。可以预期极其宽松的全球货币政策环境将会继续推动国际资金流向基本面相对较强的“金砖四国”。

第二，从资本净流动的角度来看，国际资本仍然会从债权国家流向债务国家。经常项目盈余的国家，如中国等新兴市场由于受汇率体制不灵活的限制，仍会形成资本净输出。由于担心美国汇率贬值及美国国债价值下降，新兴市场今后为美国提供中长期融资的动力会减弱。另外，随着东亚国家出口前景的恶化及原油价格的大幅度调整，东亚国家和东欧国家经常账户盈余水平会下降，外汇储备的幅度也会明显简化。而全球外汇储备最近仍有所增加，美国报告现实，外国央行仍然在增持美国国债。由于美国的储蓄率大幅回升到 6%左右，而且贸易赤字改善，从前几年每个月达到 600 亿美元赤字减少到 300 亿美元左右，相应的中国的外汇储备增幅 2009 年开始放缓，反映出全球经济不平衡虽然今后几年还会存在，但是至少没有恶化，会逐步改善。

第三，国际资本流动的地域分布也出现新格局，且逐步显现。宏观刺激政策相对稳定对信心起到很重要的作用，国际投资者看好亚洲股市和信贷市场。内地大量外汇储备和财政盈余以及相对健全的银行系统并没有受到金融风暴太大的影响，这为经济继续增长提供了良好的条件。美国股市最坏时刻应该已经过去了，虽然银行系统的坏账情况仍令人担忧，但是市场情绪普遍转为谨慎乐观，股市仍有上涨空间，金融市场在持续改善中。相对来说，欧洲的复苏可能会有所滞后，主要是因为政策的保守和东欧经济严重受损。

最后，国际金融市场参与者的角色发生很大变化。官方机构大规模干预市场成为主要的国际金融市场参与者，国际货币基金组织在各个会员国大幅度增资以后，资产超过 10 000 亿美元，其对东欧数百亿的贷款起到了全球最终贷款的作用，对中欧局势稳定起了主要作用。各国央行和主权财富基金近来活跃在国际投资界，规模日益膨胀的主权基金的投资流向将成为影响国际资金流动的主要力量。由于新兴市场的投资工具和市场规模的限制，官方机构投资相信仍会集中在发达国家，但是由于全球股权债券，市场规模的大增，会为央行管理提供有更多的选择。

2. 短期资本流动的经济效应

国际短期资本流动不仅有助于国际金融市场的发展，而且在促进国际贸易和解决国际收支不平衡方面具有明显的积极效应。

1) 国际资本流动有助于国际金融市场发展

首先，国际资本流动加速了全球经济和金融一体化进程。特别是国际投机资本在世界各主要金融市场的套汇、套利活动，使国际金融交易中的汇率差异和利率差异明显缩小，呈现出价格一体化趋势。同时，短期国际资本在各个市场之间的游动，也加强了各国之间经济和金融的相关性，为世界经济和金融一体化发展准备了条件。其次，国际资本流动极大地增加了国际金融市场的流动性。利用现代化的通信和交易手段，国际资本可以迅速地从一国流向另一国，从而满足国际金融市场的资金需求，特别是短期资金需求，同时降低国际金融交易成本。而保证金交易、透支交易和衍生工具的广泛运用，使国际资本流动的影响日益扩大，客观上也推动了衍生工具的创造与运用，从而进一步提高了国际金融市场

的流动性。虽然大部分短期国际资本带有投机性质，容易冲击市场运行。但也必须看到，投机资本进入，承担并分散了国际金融市场上的价格风险，在为避险需求提供流动性的同时，更有可能减少市场价格的波动程度，提高国际金融市场的效率和稳定性。

2) 国际资本流动有利于促进国际贸易发展

应收账款融资、国际保理、信用证融资等短期贸易融资方式，既有利于出口商资本周转，也为进口商解决了支付困难，从而直接推动了国际贸易的扩大。同时，出口信贷等中长期贸易融资方式也为扩大贸易产品范围拓宽了思路。更重要的是，为国际贸易提供融资服务，锻炼培养了发展中国家的金融机构，为其进入国际金融大舞台做好了技术和声誉上的准备。

3) 国际资本流动为跨国公司短期资产负债管理、补充营运资本等创造了便捷条件

除国际贸易融资外，短期投融资活动也是跨国公司财务管理不可或缺的内容。跨国公司短期投融资活动较大程度上依赖于国际金融市场，特别是其中的欧洲货币市场。因此可以认为，国际资本流动间接地拓宽了跨国公司财务主管的视野，有利于提高短期资产负债管理效率。

4) 国际资本流动在一定程度上有利于解决国际收支不平衡问题

国际收支不平衡的国家，因国际金融市场的发展而得到了弥补国际收支赤字，或者充分利用国内盈余资金的便捷方式。据世界银行统计，广大非产油的发展中国家、中等发达国家甚至发达国家的暂时性国际收支逆差，绝大部分是通过在国际金融市场筹集短期资金来弥补的；而石油输出国、日本等长期国际收支巨额顺差国家，也是在国际金融市场发展中提高了国内资本的利用效率。

至于消极效应，则要特别关注短期国际资本流动对发展中国家证券市场的影响。外国短期证券投资，尤其是股票投资快速增加，是 20 世纪 90 年代以来大多数发展中国家共同经历。巨额国际资本对这些国家的证券市场有着特殊意义：一方面，可能带动股票市场以外的其他金融资产价格波动；另一方面，有些国家的银行等金融机构以证券投资为主要资金运用方式，于是证券价格波动直接影响到金融机构的收益和资本金。结果，短期国际资本对股票市场的冲击就有可能酿成整个金融体系的灾难。

国际短期资本的高流动性和高投机性，意味着只要某国经济走势有了些许朝不利方向发展的苗头，即使毫无事实依据的谣言或是语言，也会使巨额国际资本加速外逃，导致该国宏观经济迅速恶化，严重时还会引发货币危机和金融危机。危害的具体表现通常有：①影响当事国的外债清偿能力，降低国家信用等级；②导致市场信心崩溃，从而引起更多的资本撤出，使当事国金融市场陷入极度混乱；③造成国际收支失衡；④导致当事国货币价值巨幅波动，面对极大的贬值压力。

3. *潜在危险和主要危险*

世界各国在享受国际资本流动的各种积极效应的同时，也不得不面对伴随而来的风险甚至危害。而且一旦处理不当，就很可能陷入危机境地，招致严重的损失。

1) 国际资本流动中的外汇风险

汇率本身作为两种货币之间的比价，应主要由市场供求力量的对比决定。随着供求力量的此消彼长，汇率自然会呈现一定的波动性，所以汇率变动是资本跨国流动不可避免的

问题，而且期限越长，相应的外汇风险程度可能就越高，容易造成外汇市场的不稳定，甚至导致金融危机。从宏观上看，汇率变动可能因为恶化贸易条件或者引起旅游业波动而改变一国的资本流动状况，也可能因为货币当局调整外汇储备规模和结构而影响资本流向和数量，从而对国民收入、国内就业及经济发展等宏观因素不利。从微观上看，汇率波动超出预期水平，会加大企业成本与收益核算的难度，从而影响企业涉外业务，也就影响到私人资本的跨国流动；如果汇率变动加大了企业对外的债务负担，造成企业不能按时偿还到期外债，就影响到进一步的国际资本流动，并最终影响到相关企业的经营战略。

2) 国际资本流动中的利率风险

无论是国际银行贷款、国际债券、国际股票市场还是国际衍生产品市场，都与国际金额市场利率水平联系密切。利率变动使借贷双方都面临遭受损失的可能性，而且期限越长，相应的利率风险程度就越高。如果是固定利率的银行信贷，则国际市场上商业银行贷款利率上升时，贷款行面对的利率风险提高；而市场利率下降时，借款人面对的利率风险提高。如果是浮动利率的银行信贷，则市场利率上升对贷款银行有利，而市场利率下降对借款人有利。

对国际商业银行来说，资金来源往往是吸收存款或发行金额债券与资金运用之间还存在利率不匹配的问题。这不仅表现为浮动利率与固定利率的不匹配，也表现为利率期限的不匹配。所以，国际金融市场利率的变动，可能造成国际商业银行在支付存借款利息和收取贷款利息两方面同时蒙受损失。所以，在国际资本流动中担任重要角色的国际商业银行，要比申请国际银行信贷的涉外企业面对更加复杂的利率风险。

就国际债券而言，债券发行人所面对的利率风险与上述借款企业相似。而对债券投资者来说，如果随时考虑可能会在二级市场变现，则在购买了固定利率债券时，一旦市场利率上升，不仅要承受少收利息的经济损失，还必须面对债券市场价格下跌而造成的价差损失。如果是投资于浮动利率债券，则在购买日到转让日期间，一旦市场利率下跌，也要承受少收利息的经济损失，但是债券市场价格上升可能在转让时产生资本利得，在一定程度上减少了利率风险的损害程度。

3) 国际资本流动可能危害流入国的银行体系

发展中国家的金融体系大多以间接融资为主，所以流入的国际资本中有相当部分会首先进入这些国家的银行体系。银行业的高负债特征，使其具有一种内在脆弱性。它同时作为借款者的集中和贷款者的集中，保持正常运营的前提一方面在于发放的贷款能按数如期收回，另一方面在于所有的存款者不会同时提现，使大数法则得以成立。但是国际资本流动对银行的资产方和负债方都形成了冲击。20 世纪 90 年代，私人资本大规模进入发展中国家，严重冲击了本来就不那么完善的银行体系，为后来的金融危机埋下了祸根。

如果国际资本是以国内银行对外负债的形式流入，就会直接扩大国内商业银行的资产负债规模。当中央银行从这些商业银行处购入外汇资产时，若不考虑采取冲销性货币政策，就将通过信贷扩张而增加本国流通中的货币数量，提高通货膨胀压力。而官方外汇储备增加，也容易带来外汇市场本币升值的压力。尽管中央银行可选择的冲销措施有多种，但是各自都存在一些问题。例如，法定准备金率的调整效力过于猛烈，不宜频繁使用，而且对非存款货币银行不起作用；而公开市场操作业务和再贴现等还要以发达的金融市场为前提。同时，当中央银行采取冲销性货币政策时，相当于把国际资本流入的风险从商业银行体系转移到中央银行，从而造成潜在的公共成本。

如果国际资本突然从银行系统大量撤走，不但单个银行会倒闭，整个银行体系都有可能出现问题：因为中央银行只能靠有限的外汇储备和准备金救助商业银行，中央银行自身不能印制发行外国货币，不能充当外国货币的最后贷款人。问题的严重性很容易超过中央银行所能承受的界限，系统风险由此产生。

国际资本流入不仅影响商业银行的资产规模，也会改变银行的资产负债结构。银行对外债务增加如果只造成国外资产增加，即发放对外贷款或投资于外国证券，则扩张效果会比较小。但绝大部分发展中国家商业银行的外币负债要比外币资产增加得快，同时国内的非政府存款也急剧上升。这表明国际资本流入会直接或间接地导致国内贷款、消费或投资的增加。在此情况下，银行部门是否可靠、银行贷款或投资决策是否科学，将直接影响国际资本流入的效应和效率。事实证明，许多国家银行体系的问题，主要是由低劣的贷款决策和对贷款风险管理不当造成的。一旦银行过分地陷入这种风险，很可能要面对巨额亏损。

4) 国际资本流动容易造成泡沫经济

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中，查尔斯·金德伯格(Charles Kindleberger)对泡沫经济的定义为：“一种或一系列资产在这个连续过程中突然涨价，开始的价格上升使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买主，这些人一般只是想通过买卖牟取利润，而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的，随着涨价常常是预期的逆转，接着就是价格暴跌，最后以金融危机告终。”泡沫经济的形成源于多种因素，如经济虚拟化、金融自由化浪潮等，其中资本国际流动也对泡沫经济的形成与破灭起了推波助澜的作用。

发展中国家和地区的金融国际化为国际资本开拓了新的投资投机场所，而且境内资本缺乏，利率水平较高，在其金融国际化初期总会有大量境外资金流入，为金融泡沫的产生和膨胀提供了必要条件。首先，在货币市场上，若流入国实行浮动汇率制度，本币必然升值而被高估，本币汇率出现泡沫成分，削弱出口贸易部门的竞争力，使经常项目出现赤字，贸易收支恶化。若流入国实行固定汇率制度，即使保持名义汇率的稳定，资本流入所引起的通货膨胀也会使实际汇率上升。20 世纪 90 年代后期，东亚地区各国经济大多出现了外资大量涌入而本币实际汇率较大升值的汇率泡沫，是本国货币遭受投机性供给的重要原因。

其次是股市和房地产泡沫。若流入国实行固定汇率制度，而中央银行又不采取冲销政策，则国内货币供给大量增加，充裕的资金必然流向股市和楼市，形成泡沫。20 世纪 90 年代后期，亚太经济合作组织 46%的国际债券资金和 16%的国际股票资金投向金融和房地产部门，在泰国更分别高达 60%和 18%。大量资金流入必然导致攻击弹性较小的金融资产价格突然上升。即使实行浮动汇率制度，如果国内利率持续高于国外利率水平，外资大量流入也会在股市和房地产市场上造成巨大的泡沫。在对亚洲金融危机的成因分析中，保罗·克鲁格曼教授认为，东南亚国家的金融机构存在严重的道德风险问题，导致了泡沫经济的产生，而泡沫经济的破灭则是东南亚金融危机的重要原因。

事实上，无论是外汇风险和利率风险，还是对资本流入国银行体系的冲击，大多是从流入国角度看待国际资本流动的消极影响。而如果从资本流出国的角度出发，长期国际资本流动潜在的危险主要就是一种：违约。由于资金的使用与偿还之间存在着明显的时间差异，因此长期国际资本流动内在蕴含了发生资金偿还困难的可能性，习惯上我们把这种情形称作国际债务危机。历史上最著名的国际债务危机，是发生在 20 世纪 80 年代的拉美债务危机。

8.3 国际金融危机

8.3.1 国际金融危机概述

金融危机又称金融风暴，是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标(如短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数)的急剧、短暂和超周期的恶化。其特征是人们基于经济未来将更加悲观的预期，整个区域内货币币值出现幅度较大的贬值，经济总量与经济规模出现较大的损失，经济增长受到打击。往往伴随着企业大量倒闭，失业率提高，社会普遍的经济萧条，甚至有些时候伴随着社会动荡或国家政治层面的动荡。可见，金融危机是一个较为综合、笼统的概念，按其性质和内容划分，可以分为以下 5 类。而值得强调的是，近年来的金融危机越来越呈现出某种混合形式的危机。

1. 金融机构危机

金融机构危机是指某些银行或非银行金融机构由于内部或外部原因，或者累计出现大量不良债权或巨额亏损，或者面临巨额债务需要在短期内清偿，导致支付困难或破产倒闭。个别金融机构的危机通过社会公众的信息传递，极易引发全社会对各类金融机构的信用危机，出现挤兑风潮，危及整个金融体系的稳定。

2. 资本市场危机

资本市场危机是指某些国家的资本市场(主要是股票市场)由于国内外诸多因素，出现价格短期内大幅下降。资本市场危机和货币市场危机因为一国价格的传递而具有联动效应。

3. 货币市场危机

货币市场危机又称为货币危机，有广义和狭义之分，广义的货币危机泛指汇率的变动在短期内超过一定幅度(一般认为该幅度为 15%～20%)；狭义的货币危机与特定的汇率制度(通常是固定汇率制度或带有固定汇率制度色彩的钉住汇率安排)相对应，其含义是，实行固定汇率制度的国家，在非常被动的情况下(如在经济基本面恶化的情况下，或者在遭遇强大的投机攻击情况下)，对本国的汇率制度进行调整，转而实行浮动汇率制度，而由市场决定的汇率水平远远高于原先所刻意维护的水平(即官方汇率)，这种汇率变动的影响难以控制、难以容忍，进而导致货币危机。

4. 债务危机

债务危机是指一国不能按时偿还其对外负债，无论债务人是政府还是私人。债务危机的爆发往往引起本国及相关国家金融市场的动荡。

5. 综合性金融危机

综合性金融危机往往表现为债务危机、货币市场危机、资本市场危机和金融机构危机中几种危机的混合体，现实中常常是一种危机的爆发带动其他危机的爆发。相关的实证研究表明，金融危机通常是先发生货币危机，货币危机又会加重金融机构危机并迅速地传递

到资本市场，形成恶性循环，使危机迅速波及有关国家的整个金融市场和金融体系，形成综合性金融危机。

由于当今各国经济与金融的密切交叉融合已达到国际经济与金融一体化的程度，所以，在当今世界上任何一个国家或地区发生经济危机和金融危机，就其破坏程度和影响而言，都带有明显的国际性和全球性的特点，而且大多数表现出明显的货币危机的特点，并且，近期货币危机的一个突出特性就是它往往与银行危机相伴而来，这种情况被称为“双重危机”。

20 世纪 30 年代开始，国际上已经爆发过多次金融危机，主要有 1929 年 10 月 28 日由纽约证券交易所爆发的股市危机，并迅速波及到全球，形成了持续到 1933 年的世界性的金融危机和经济危机；1960—1973 年先后爆发 6 次美元危机；1973—1975 年因美国圣地亚哥国民银行破产引发并蔓延到许多西方国家的银行破产风潮；1982 年 8 月爆发的并迅速波及到全球 50 多个发展中国家的债务危机；1987 年 10 月 19 日，因纽约证券交易所道•琼斯股价平均指数直线下降，华尔街的混乱瞬间传遍了西方各主要证券交易所，从而爆发的世界性的股市危机；1992 年爆发的英镑危机；1994 年爆发的墨西哥金融危机；1997 年爆发的东南亚金融危机；1998 年爆发的俄罗斯货币金融危机；1999 年爆发的巴西货币金融危机；2001 年爆发的阿根廷货币金融危机；2008 年全球金融危机。在这些金融危机中，影响面最广的是 1929—1933 年的世界金融危机、1960—1973 年的 6 次美元危机、1973—1975 年的银行破产风潮、1982 年爆发的债务危机、1997 年的东南亚金融危机及 2008 年全球金融危机等。

8.3.2 2008 年全球金融危机的爆发、表现、成因及特点

1. 从美国的次贷危机到全球性国际金融危机

2001—2004 年美国联邦储备银行的低利率政策刺激了房地产业的发展，由于房价不断攀升，美国居民的购房热情高涨，房贷机构向信誉良好的居民发放优级贷款已达饱和，为了追求高达 10%～12%的利息收入，它们转而对信用级别低、收入证明缺失、负债较重的群体发放具有高风险的次级贷款(简称次贷)。在房市火爆时，美国次贷市场的交易总额高达 1.3 亿美元左右。2006 年年底美国房市贷款开始萎缩；基于房贷而发行的证券行市也急剧下降，2007 年 3 月 13 日美国住房抵押贷款银行家协会公布报告称，次贷市场出现危机。消息传来，美国股市全面下挫，并波及到欧洲。4 月 2 日美国最大次级债券发行商新世纪金融公司申请破产。随着超过 20 多家次贷供应商相继宣布破产，美国次贷市场危机爆发。面对严峻的经济形势与股市的急剧下降，美联储采取严格措施，收缩金融市场的流动性，从而引起股市进一步动荡下挫，银行及金融机构资产状况严重恶化，次贷危机的蝴蝶效应迅速蔓延，美国经济增长速度急速放慢，失业增加，经济衰退的危机正在酝酿形成。

同年 9 月，美国从事房地产证券化包装的美国联邦住宅抵押贷款公司(简称房地美—freddie mac，房地美)与美国联邦国民抵押贷款协会(Famnie Mac，房地美)的股价暴跌 90%，亏损达 140 亿美元，最后由美国政府出资 2 000 亿美元予以接管。“两房”的被接管在国际金融市场引起极大的震荡，被视为次贷危机爆发的第一波。

动荡的风暴继续肆虐，9 月 15 日美国第四大投资银行雷曼兄弟公司宣布破产，美国第三大投资银行美林公司被美国银行收购；9 月 17 日美国政府被迫对陷入困境的保险业巨头美国国际集团(AIG)提供高达 850 亿美元的紧急贷款；9 月 20 日美国政府向国会提交 7 000

亿美元金融救援计划；9 月 21 日美联储批准第一大投资银行高盛集团和第二大投资银行摩根士丹利公司实施业务转型，转为银行控股公司，即普通商业银行；9 月 25 日美国监管机构又接管了美国最大的储蓄银行——华盛顿互惠银行。至此，金融风暴的侵袭已不限于次贷市场，而扩展到商业银行、保险公司及各种类型的金融机构及其经营的债券、企业贷款、信用卡、房屋权益贷款、住宅和商用房地产业务，并已深刻影响到实体经济。在世界经济一体化、全球化相互作用的传到效应下，肇基于美国次贷危机，首先波及到信贷宽松的欧洲国家如英国、西班牙、德国、比利时和法国等，继而迅速发展，最后成为全球性金融危机。美国五大投资银行的垮台、转型是全球金融危机爆发的主要标志。

2. 全球金融危机的表现

首先爆发于美国的此次金融危机与 1997 年亚洲金融危机的表现形式，危机虽然对各国影响的深度和广度不同，但表现形式都基本相同。

1) 股市暴跌

在全球金融危机爆发与形成的过程中，美国及全世界主要股市受其影响，有价证券的行市急剧下降。2008 年 9 月 15 日美国道琼斯 30 种工业股票价格比前一交易日下跌 504.48 点，跌幅为 4.4%；标准普尔 500 中股票指数跌 59.00 点，跌幅为 4.17%；NASDAQ 综合指数跌 81.36 点，跌幅为 3.6%，创“9·11”恐怖袭击以来的单日最大跌幅。英国、德国、法国、俄罗斯的股价也急剧下降，中国香港、日本、韩国股市也受到重创。随着危机深化，多数银行停止贷款业务，股市下跌进一步加剧，9 月到 11 月中旬标准普尔 500 种股票下跌了 28%；英国《金融时报》100 种股票指数的跌幅达 25%；德国 DAX 指数也下跌了 27%；日本的日经 225 种股票平均价格指数下跌 29%；道琼斯指数创下 112 年历史上单日点数与跌幅的最高值，单日点数下跌 1 874 点至 8 451 点，单日跌幅达 18%。

2) 本币对外币比价急剧下降

英国、法国、德国、意大利、西班牙及一些新兴市场国家投资于美国的房地产有关的证券受国际金融危机的影响最大。由于银行破产重组、出口减速、生产销售下滑，特别是 9～10 月份受到石油与原材料价格上涨的影响，经济状况不佳，外资撤走，在欧洲开始抛售欧元。在亚洲开始抛售韩元、泰铢……在拉美开始抛售智利比索等，引起欧元、韩元、泰铢及智利比索的汇价急剧下降。9 月底 10 月初欧元与美元的比价从 1 欧元＝1.473 7 美元下降到 1 欧元＝1.265 7 美元，创欧元 2008 年下半年来的最低水平，韩元兑日元比价也从 100 日元＝840 韩元下降到 10 月中旬的 100 日元＝1 595 韩元，泰铢从 2008 年初到 10 月底下降了 14%，智利比索到 10 月底与美元的比价为 1 美元＝638 比索，为 4 年来的最低水平。

3) 银行呆账大量涌现

银行资产恶化，其中包括还款逾期 90 天以上的贷款、应收账款。在美国历次金融危机中约有 13%的有问题银行最终会破产，2008 年第二季度已上升到 171 家，其中有问题的资产从 783 亿美元上升到 1 156 亿美元。欧盟国家及新兴市场国家存在同样情况。

4) 流动性短缺，借贷资本供应紧张

由于银行倒闭、资产缩水、呆账涌现，银行开始紧缩信贷的发放，而企业又急需获得贷款渡过危机，从而造成金融市场流动性短缺、借贷资本供应紧张。为缓解这种困难，美国提出 7 000 亿美元的救援方案，欧洲央行也以 4.25%的利率向市场投放 300 亿欧元，英国、

瑞士、荷兰、日本等国政府均先后向银行等金融机构注入资金，政府向市场注资是流动性短缺的具体表现。

5) 银行倒闭重组与政府援助

在次贷危机逐渐发展为全球金融危机的过程中，美国及欧盟一些国家已经出现银行的破产和倒闭。由于各国政府对本次危机警觉及时，在金融机构面临破产前夕，政府即对其采取注资、担保、持股、接管、组织兼并与重组等救援措施，以减缓危机的严重影响。所以，除破产外，政府对金融机构的援助是危机表现的一大特点。在 2008 年 8～10 月，除美国政府接管最大保险公司 AIG 与最大的房地产融资机构房地美与房利美外，冰岛政府接管了国内三大商业银行，德国曾为银行间 4 000 亿欧元的信贷提供担保，法国政府向银行提供总额为 3 200 亿欧元资本投入与债务担保；英国对三大零售银行实行国有化，并分别向苏格兰皇家银行、哈利法克银行、莱斯银行和巴克莱银行救援注资达 460 亿英镑；荷兰、西班牙、意大利、葡萄牙和奥地利等国政府各自对本国银行提供总额为 4 400 亿欧元的担保和融资。

3. 全球金融危机的成因

1) 放任的金融创新严重脱离实体经济

放任的金融创新、滚动的证券化是由次贷发展为全球金融危机的基本原因之一。次贷危机中美国房价的下跌大大低于 1997 年亚洲金融危机国家，而其后果却大大超过前者。资质较低的借款人向银行、不动产抵押银行、中间商或其他金融机构借款，后者将债权卖给房地美、房利美，经过投资银行担保，将其打包予以证券化，在证券市场向遍布世界的机构投资者发售。当房贷银行的资金收回后，由于房地产市场盲目膨胀，再按上述程序反复发行证券，其乘数效应高达数十万亿元。这些贷款银行及金融机构为防止放款不能收回的风险，通过信用违约互换(credit default swap，CDS)将风险予以转嫁。CDS 金融工具购买者又将本身风险转向美国最大的保险机构 AIG，由于证券的安全性得到 AIG 的保障，使房地产有关的证券交易越发兴旺火爆。除美国各种基金、理财产品从事此项交易外，投资银行更设立专门基金从事 CDS 买卖，遍布世界的投资机构也踊跃购买。2007 年年底，CDS 市场流通金额高达 62 万亿美元。金融不断创新，证券反复买卖，债券不断转让，乘数效应不断扩张，当房价下跌，市场发生问题，次贷成为呆账，这些金融机构的资产随之缩水，股价下跌，陷入倒闭破产的深渊。脱离实体经济的任意滚动的金融创新是这次危机爆发的基本原因。

2) 金融监管不力，滞后于金融创新的发展

首先，根据美国 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》，美国的商业银行由美联储直接监管，管理条例严格，可永久享受获得紧急贷款的权利。而投资银行则由美国证券交易委员会监管，监管条例与程度较宽松，控制程度不严。由于无统一监管机构，而两类业务有时交织结合，有时又有交叉，从而出现监管漏洞与法律规定的空白。

其次，美国证券交易委员会对投资银行的资本金的约束不如美联储对商业银行资本金的约束与监督严格；由于投资银行可靠证券发行募集资金，因此对资本金充足的标准监管不力。

再次，20 世纪 90 年代末，美国证券交易委员会又进一步放松对投资银行及证券公司透明度的监管，使后者可合法地将一些亏损的投资科目不列入资产负债表，使投资者不明

真相，间接地助长了投资银行、证券公司从事高风险的金融创新。由于缺少透明度，在银行业绩不佳、濒临破产的情况下，高层管理一方面申请政府援助，一方面照拿巨额奖金与薪酬。

最后，对维护国际金融体系稳定负有主要职责的国际货币基金组织一向对发展中国家严加监管约束，而对美国、欧盟各成员国、瑞士、日本等国并未进行任何积极监管，对其金融政策与创新产品的负面效应也监管不力，从而导致全球流动过剩和国际资本流动无序，这也是酿成全球金融危机的重要因素。

3) 信用评估与风险管理不严

美国三大评级机构，即穆迪公司、惠誉公司和标准普尔公司负责为证券和证券发行单位进行审核评级，某些评级机构将远远不合乎 AAA 标准的次级贷款和次贷证券也评为 AAA。因此，金融市场发生了很大变化，21 世纪初新发的抵押贷款中次级抵押贷款几乎消失，与房地产有关的证券几乎均被评为较优等级。在次贷危机爆发后，借款人破产，放贷机构倒闭，引发了跨国金融风暴，充分证明信用评级不严是导致金融危机的一个重要原因。

从公司管理体系、银行资产管理体系、美联储体系、美国证券交易委员会及美国国会专门委员会都存在严重的系统错误，缺少风险管理意识，低估了金融杠杆与证券化滚动扩张的风险。房地产抵押贷款的零首付和逆向按揭的做法、CDS 工具的推广、CDS 市场的跨国延伸都是在监管部门认可下不断创新出炉的，可见，缺少风险意识与风险管理机制不健全是此次金融危机爆发的又一重要原因。美联储前主席艾林·格林斯潘(Alan Greenspan)在 2008 年 11 月召开的众议院政府监管与改革委员会作证时也承认在其任期内反对对金融衍生品进行监管的做法存在“部分”错误。

4) 宏观政策缺位，货币政策失误

从二战后到 21 世纪初，美国先后把发展化工、电子、网络、房地产作为经济增长切入点，配合合理的财政货币政策得要保持其领导世界经济发展的火车头地位。如前所述，到 2005 年 8 月房地产的价格已涨到历史的最高点，房地产市场已呈饱和状态，已无进一步发展的空间。由于宏观政策的缺位，未培育出新的生产部门与市场，找出新的经济增长点，而盲目地降低信贷条件，企图维持房地产市场的发展与延续，从而导致次贷危机与全球性金融危机的爆发。

此外，短期货币政策的失误也是造成次贷与全球金融危机的一个因素。从“9·11”事件以后，美国一直实行宽松的货币政策，2003 年 6 月到 2004 年 6 月联邦基金利率曾降到历史上的最低点，仅为 1%。在美国房价飙升的情况下，低利率的资金投向了无资质的低收入者，以促进房地产市场的繁荣，最终形成巨额次贷。可见，由次贷危机而引发的全球金融危机的始作俑者与美联储维持长达 11 年的低利率政策有着直接联系。

5) 经济交织，相互关联

由于经济资本一体化，在各国经济、金融贸易交往中，在“你中有我、我中有你”的相互影响下，金融危机横扫所有类型的国家并迅速蔓延。发达国家间相互传导、快速影响的作用前已述及，而一般新兴经济体国家及不同类型的发展中国家也受到金融海啸的严重影响。新兴经济体各国因发达国家危机爆发、经济萧条，对其需求减少、出口收缩而蒙受重大损失；并且由于国际投资机构及对冲基金组织等从这些国家抽回资金转投安全地区和国家，更加速了这些国家国际收支危机的成熟。一些能源和原材料生产的发展中国家，受石油与原料暴跌的影响也遭受重大打击与损失，进一步促进汇价上涨，国际收支失衡。一

些资源出口能力差的发展中国家，由于国际援助的减少与中止，资金短缺，融资困难，更使经济陷入困难的深渊。

4. 全球金融危机的特点及实质

2008 年全球金融危机有下述 3 个特点。

1) 集中同步性

集中性表现之一就是危机波及到的国家比较集中，既包括美国、欧盟等发达国家和地区，也包括资源与原材料有一定出口能力的发展中国家，如中国、巴西、委内瑞拉、印度、墨西哥、阿根廷、智力、土耳其及其他亚洲新兴国家和俄罗斯，同时还包括无资源、无原材料出口能力的较贫穷的发展中国家。集中性表现之二即袭击开始的时间集中在 2008 年 9～10 月。同步性表现在对上述国家的袭击几乎不分先后，而是在 9～10 月两个月内同步进行的。与 1929 年的大危机和 1997 年东南亚金融危机相比，集中同步是这次危机的特点。

2) 警觉及时性

警觉及时性指各国政府对危机的警觉比较迅速及时，对其进一步发展的危害性有较强的警惕性。因此各国政府能较快地制定应对方案，采取措施，力图减缓危机带来的破坏与损失，阻止危机的扩大与蔓延。

3) 协调一致性

协调一致性是指各国政府之间、发达国家与发展中国家之间、各经济集团之间，避免力量分散，削弱抵御危机的效果，而互相配合，协调政策，采取联合行动，抗击危机带来的灾难。

全球金融危机爆发伊始，美国及欧盟各成员国各自为战采取注资救市计划，但势孤力单，效果不彰。为此，2008 年 10 月中旬欧元区 15 国的领导人首次召开欧元区峰会，做出协调救市行动计划，各成员国立即采取债务担保、政府持股、银行资本重组等措施，以求尽快恢复市场信心，战胜危机。为协调发达国家与发展中国家的对策，2008 年 10～11 月又相继召开 20 国集团财长央行行长会议和领导人金融市场和世界经济峰会，与会国家达成了共识，决心加强合作，共同应对金融危机，反对贸易壁垒，支持经济增长，改革世界金融体系。

5. 2008 年全球金融危机与其他年份金融危机的比较

从此次金融危机形成的过程、表现形式、形成的原因与特点中可以看出，此次金融危机与 1997 年亚洲金融危机和 1929—1933 年世界经济危机相比有显著不同之处，具体概括见表 8-1 和表 8-2。

表 8-1　2008 年全球金融危机与 1997 年亚洲金融危机的不同点

比较因素 \ 名称	1997 年亚洲金融危机	2008 年全球金融危机
涉及国家	新兴市场国家	发达国家、新兴市场国家和发展中国家
引爆危机的市场	外汇和股票市场	次贷市场
危机的严重程度	严重	广度、深度高于前者
喷爆时间集中程度	几个月	集中在 2008 年 9 月到 10 月
发生国家融入一体化程度	一般	高度融入

续表

比较因素 \ 名称	1997 年亚洲金融危机	2008 年全球金融危机
衍生金融工具发达程度	一般	高度发达
新兴国家处境与作用	自顾不暇，解决危机无话语权	地位重要，有相当话语权
应对危机的协调及时性	滞后	比较及时协调

表 8-2　2008 年全球金融危机与 1929—1933 年世界经济危机的不同点

比较因素 \ 名称	1929～1933 年世界经济危机	2008 年全球金融危机
信贷扩张发生的领域	生产领域	消费领域
危机形成的主体	生产者、供应商	需求者、消费者
政府对危机的警觉性	迟钝	警觉
应对危机的及时性	滞后	比较及时
信贷膨胀的媒触剂	一般信贷工具	衍生金融工具

6. 2008 年全球金融危机与当前的国际货币体系

2008 年全球金融危机的爆发虽然与各国宏观政策缺位和生产周期密切相关，但与国际金融组织未能正确履行自身职责、国际货币体系不尽完善有着直接的关系，主要表现如下。

(1) 国际货币基金组织未尽监管职能，履行职责不力。

国际货币基金组织系根据二战后的经济秩序和力量对比而建立的，其组织原则与决策机制决定了美国在国际货币基金组织中具有特殊的作用于地位。当美国次贷危机深化，严重影响到国际金融市场稳定时，在美国的影响下，国际货币基金组织漠视放任，未完全履行其职责、采取任何警示行动，以致最后酿成全球金融危机。

(2) 信息体系不完善，预警体系未建立。

国际货币基金组织对会员国金融信息的统计申报制度未做出科学完善的规定，由于所得的信息统计标准不一，提供单位不一致，规定的范围未触及经济金融的隐患，很难对会员国的具体金融情况进行符合实际的分析，发现信息背后潜伏的风险，因而难以做出有效的监管与预警。

(3) 国际货币基金组织鼓励推行金融自由化与资本市场开放政策，新兴市场国家不适当地加速这一过程。

消除外汇管制、实现会员国货币全面兑换是国际货币基金组织的主要宗旨之一。在全球加速一体化进程中，国际货币基金组织加紧推行金融自由化与资本市场开放政策，而一些新兴市场国家在实现本国货币经常项目下可兑换后，不顾本国实际情况，不适当地加速资本项下可兑换，开放本国资本市场以与国际接轨。结果大量短期资本涌入，巨额国际投机资金进行套利套汇活动，导致新兴市场国家流动性过剩，通货膨胀加剧，出口成本增加，固定汇率难以维持。在美国信贷危机形成过程中，这些资金突然从新兴市场国家撤走，兼以出口锐减，从而引爆金融危机。

(4) 国际货币基金组织提供贷款能力有限，程序烦琐，拖长危机解决的时间。

2007 年 7 月，泰国于亚洲金融危机爆发伊始就向国际货币基金组织发出求援信号，由

于信息不灵，手续烦琐，直至 8 月中旬国际货币基金组织才确定向其提供 160 亿美元的资金援助，其中国际货币基金组织只提供 40 亿美元，剩余资金由亚洲有关国家和地区政府提供。2008 年 9 月全球金融危急最早波及到冰岛时，冰岛克朗急剧贬值，固定汇率不能维持，三大商业银行破产由政府接管，冰岛政府在这危机时刻，向俄罗斯洽谈借款未得解决后，曾向国际货币基金组织申请贷款援助，以求金融系统的继续运转，但由于程序重叠，直至 10 月 20 日才与国际货币基金组织初步达成协议，由国际货币基金组织牵头提供 60 亿美元的援助贷款，其中国际货币基金组织只出 10 亿美元，其他由北欧国家和日本中央银行负担；从其他国家取得的贷款尚需分别谈判具体条件，显然就是最后拿到贷款也延误了解决危机的有利时机，深化了危机的连锁影响。

阅读资料 8-5

亚洲金融危机

1997 年的亚洲金融风暴是继 1994 年年底墨西哥金融危机以来，爆发的又一次世界性金融风波。1997 年，以索罗斯的“量子基金”为首的国际炒家，通过各种渠道对亚洲各国的股市、汇市进行疯狂投机。以泰国为首的一些亚洲经济新兴国家，为了避免国际游资冲击，主动下调本国货币对美元汇率从而造成了一系列连锁反应。7 月 2 日，泰国首先宣布放弃固定汇率制度，实行浮动汇率制，引发一场遍及东南亚的金融危机。泰国、印尼、韩国等国的货币大幅贬值，同时造成亚洲大部分主要股市的大幅下跌；冲击亚洲各国外贸企业，造成亚洲许多大型企业的倒闭，工人失业，社会经济萧条。泰国、印度尼西亚和韩国是受此金融风暴波及最严重的国家。新加坡、马来西亚、菲律宾和中国香港也被波及，中国大陆和台湾省则几乎不受影响。

亚洲金融危机首先起始于泰国，1997 年 2 月，以索罗斯为代表的投机家在 2～3 月份从泰国银行买入高达 150 亿美元的远期泰铢合约，并于 2～5 月数次大量抛售泰铢，压低泰铢现货市场的汇率，引起泰国金融市场的动摇。5 月份起，国际投机者不断冲击泰铢，泰国政府在采取各种措施抵御无效、消耗了大量外汇储备后，被迫于 7 月 2 日宣布放弃主要钉住美元的汇率制度，泰铢随之大幅贬值。

在泰铢波动的影响下，菲律宾比索、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特相继成为国际炒家的攻击对象。8 月，马来西亚放弃保卫林吉特的努力。一向坚挺的新加坡元也受到冲击。印度尼西亚虽是受“传染”最晚的国家，但受到的冲击最为严重。10 月下旬，国际炒家移师国际金融中心香港，矛头直指香港联系汇率制度。台湾当局突然弃守新台币汇率，一天贬值 3.46%，加大了对港元和香港股市的压力。10 月 23 日，香港恒生指数大跌 1 211.47 点；28 日，下跌 1 621.80 点，跌破 9 000 点大关。面对国际金融炒家的猛烈进攻，香港特别行政区政府重申不会改变现行汇率制度，恒生指数上扬，再上万点大关。接着，11 月中旬，东亚的韩国也爆发金融风暴，17 日，韩元对美元的汇率跌至创纪录的 1 008∶1。21 日，韩国政府不得不向国际货币基金组织求援，暂时控制了危机。但到了 12 月 13 日，韩元对美元的汇率又降至 1 737.60∶1。韩元危机也冲击了在韩国有大量投资的日本金融业。1997 年下半年，日本的一系列银行和证券公司相继破产。东南亚金融风暴演变为亚洲金融危机。

1998 年初，印度尼西亚金融风暴再起，面对有史以来最严重的经济衰退，国际货币基金组织为印度尼西亚制定的对策未能取得预期效果。2 月 11 日，印度尼西亚政府宣布将实行印度尼西亚盾与美元保持固定汇率的联系汇率制度，以稳定印度尼西亚盾。此举遭到国际货币基金组织及美国、西欧的一致反对。国际货币基金组织扬言将撤回对印度尼西亚的援助。印度尼西亚陷入政治经济大危机。2 月 16 日，印度尼西亚盾同美元比价跌破 10 000∶1。受其影响，东南亚汇市再起波澜，新加坡元、马来西亚林吉特、泰铢、菲律宾比索等纷纷下跌。直到 4 月 8 日印度尼西亚同国际货币基金组织就一份新的经济改革方案达成协议，东南亚汇市才暂告平静。1997 年爆发的东南亚金融危机使得与之关系密切的日本经济陷入困境。

日元汇率从 1997 年 6 月底的 115 日元兑 1 美元跌至 1998 年 4 月初的 133 日元兑 1 美元；5～6 月间，日元汇率一路下跌，一度接近 150 日元兑 1 美元的关口。随着日元的大幅贬值，国际金融形势更加不明朗，亚洲金融危机继续深化。

在日元汇率持续下跌之际，国际炒家对香港发动新一轮进攻。恒生指数跌至 6 600 多点。香港特别行政区政府予以回击，金融管理局动用外汇基金进入股市和期货市场，吸纳国际炒家抛售的港元，将汇市稳定在 7.75 港元兑换 1 美元的水平上。一个月后，国际炒家损失惨重，无法再次实现把香港作为“超级提款机”的企图。国际炒家在香港失利的同时，在俄罗斯更遭惨败。俄罗斯中央银行 8 月 17 日宣布年内将卢布兑换美元汇率的浮动幅度扩大到 6.0～9.5∶1，并推迟偿还外债及暂停国债券交易。1998 年 9 月 2 日，卢布贬值 70%。这都使俄罗斯股市、汇市急剧下跌，引发金融危机乃至经济、政治危机。俄罗斯政策的突变，使得在俄罗斯股市投下巨额资金的国际炒家大伤元气，并带动了美欧国家股市的汇市的全面剧烈波动。到 1998 年年底，俄罗斯经济仍没有摆脱困境。1999 年，金融危机结束。

8.3.4 国际金融危机理论

1997 年亚洲金融危机爆发后，理论界对此进行了大量的研究，我们从中挑选一些主流观点进行介绍，并将它们统称为“金融危机新论”。

1. 道德风险论

所谓道德风险，是指因当事人双方的权利和义务不相匹配而导致其中一方的资产或权益受到损失的可能性。在金融危机中，道德风险表现为政府对存款者所作的某种担保(无论是明显的还是隐含的)促使金融机构进行风险很高的投贷，造成巨额的呆坏账，引起公众的信心危机和金融机构的支付危机，最终导致金融危机。罗纳德•麦金农(Ronald McKinnon)和保罗・克鲁格曼是这种观点的主要代表。

20 世纪 80 年代美国出现了大量的储贷协会倒闭现象，经济学家和政策制定者在对这场倒闭风潮的反思时认识到，在一个管制松散的环境中，存款保险制度会引发严重的道德风险问题。由于联邦储蓄贷款保险公司为储贷协会承担存款担保，储贷协会不必担心因过度的冒险(贷款或投资)而失去存款人的信任，同时由于保险费对所有的储贷协会都一致，储贷协会也不必担心因为过度的冒险而支付更多保险费。在这种放松管制的情况下，储贷协会当然有强烈的欲望去从事冒险活动，追求风险收益，这就是金融过度。金融过度必然加剧金融体系的脆弱性，当外部条件变化时，将会导致金融泡沫的破裂，进而引发金融危机。

道德风险在亚洲金融危机中表现得更为复杂。在亚洲国家，大多数并未建立存款保险公司之类的机构，政府也没有明确宣布为金融机构作担保。但由于政府与金融机构之间错综复杂的资金、业务和人事关系，这些关系的存在实质上为金融机构提供了担保，同时向金融机构和公众提供一个信息，即金融机构一旦遇到危机，政府一定会伸出援助之手。当然，这个结论仅仅是人们的“印象”而已。由于这种所谓的担保缺乏确凿的法规依据，我们就将其称为“隐含的担保”。在这种情况下，一方面，金融机构偏好具有较高预期回报率，同时具有高风险的投资活动，导致投资行为扭曲，呆坏账比例上升；另一方面，人们仍放心地将自己的资金存放在这些金融机构，进一步激发了金融机构的过度借贷，推动资产价格迅速上涨，金融泡沫不断膨胀。当金融泡沫膨胀到一定的程度时，金融机构的财务状况就引起了人们的警觉，金融恐慌出现并逐步加剧，这时任何不利的偶发事件出现，都会导致金融市场动荡，资产价格下跌。由于政府救助能力是有限的，当市场动荡超出了政府的

救助能力时，金融体系的崩溃及金融危机的爆发就不可避免。

由此得出道德风险论的结论就是：政府的隐含担保导致的道德风险是引发金融危机的真正原因，货币价值的波动只不过是危机的一个表现而已。防范危机的关键在于尽可能减少政府与金融机构之间的“裙带关系”和过于密切的往来，同时加强对金融体系和资本市场的监管。

2. 基本因素论

基本因素论是最经典、最古老的金融危机理论之一。亚洲金融危机爆发后，多米尼克•萨尔瓦多(Dominick Salvatore)和考赛提(Corsetti)等为代表的学者将金融脆弱性问题引入基本因素论，并进行修正，增强了它的解释力。

该理论主要从影响经济增长和稳定性的基本因素方面来分析金融危机爆发的原因。基本论点如下。

(1) 一国的基本面因素是决定危机是否会爆发的最关键的因素，也是导致危机蔓延和恶化的根本原因。

(2) 基本因素的恶化包括外部不平衡(经常项目赤字、实际汇率升值)和内部不平衡(如金融体系的不健康运行，政府为了援助不良贷款而产生的巨额隐含财政成本和相对较低的外汇储备)。这些基本因素的状况可以通过一系列的指标予以反映和预期。

亚洲金融危机后，人们特别将金融部门的问题也列入基本面因素，认为金融脆弱性是引起危机的最重要的因素之一。金融脆弱性是一个含义很广的概念，涵盖了金融体系的全部经营风险，最典型的表现就是在贷款总额迅速增加的情况下，贷款质量也同时恶化，而且在经济形势恶化时，其中很大的一部分将变成不良贷款。

(3) 基本面因素不能准确预测出一国何时爆发金融危机，但能表明危机的趋势。

(4) 在许多条件下，投机攻击、政治问题等都是促发金融危机的催化剂。

基本因素论具有一定的说服力，尤其是它在传统的指标体系中加入了金融体系的诸多表现，使指标更加切合危机的实际情况。但是，基本因素论的缺陷也非常明显。首先，基本面因素固然是引发危机的重要原因，但即使是正常时期也不能保证基本面因素的完好。所以，这只能是导致危机、恶化危机的必要条件，而非充分条件。其次，基本因素的恶化和危机的相关性并不足以说明它们的因果关系。许多学者指出，金融机构的坏账问题、财政赤字增加等现象都是在危机后才出现的，所以在某种程度上说，它们是危机的后果而非原因。如果危机没有爆发，这些问题也许会一直隐含下去，或是以一种更加温和的方式表现出来。当然，我们也不能否认，这些“隐含”问题确实引起了国际投机者对东亚的觊觎。所以，它们是互为因果的。

3. 金融恐慌论

金融恐慌论最早是由戴尔蒙德(diamond)和荻伯威格(dybvig)等经济学家在 1983 年提出来的，对美国贷款危机进行了解释。1998 年美国经济学家史蒂文 • 瑞得立克(StevenRadelet)和杰瑞 • 萨克斯(Radelet)(Jeffrey Sachs)将此理论用于对亚洲金融危机的解释。

金融恐慌是指由于某种外在的因素，使得国际短期资本突然大规模地从尚具清偿能力的债务人那里撤回的现象。一般认为，导致金融恐慌的原因主要有：一国或某金融机构的短期债务大于短期资产，使得流动资金难以偿还短期债务；同时，没有一个经济单位能完

全承担起最后贷款人的职责。在这种情况下，一个债权人的撤资行为必然诱发其他债权人的跟风，从而产生大规模的金融恐慌，引发金融危机。

在对亚洲金融危机的解释上，金融恐慌论的基本观点如下。

(1) 在危机爆发之前一段的时间内突然流入的外资潜伏着巨大的风险。

(2) 危机爆发前后，金融市场上出现了一些列导致“金融恐慌”的触发事件。这些事件包括金融机构和企业的破产、政府违背自己的承诺或是金融市场上投机者的恶意炒作。

(3) 危机爆发后，一系列因素使“金融恐慌”不断放大，恶化了危机。例如，政府和国际社会的政策失误；亚洲各国政局的动荡；信用评级机构对亚洲各国的国家信用实行了降级处理；资本外逃本身加剧了“金融恐慌”的严重性，形成恶性循环；危机在亚洲地区蔓延；等等。

(4) 防范金融为危机的政策建议是：对金融体系进行改革，令其健康发展，以防患于未然；必须有一个公平有效的组织充当最后贷款人，及时防止金融恐慌的爆发和扩大；政策制定者必须全面而又谨慎地制定政策和采取措施，并在危机出现端倪时就采取微调的手段，防止人们的恐慌情绪和对市场的悲观预期带来不利影响。

金融恐慌论认为恐慌源于一系列突发性金融和经济事件，并由于各国政府和国际组织对危机的处理不当而不断膨胀，导致大规模的资本外逃，最终导致并恶化了危机。这一观点具有较高的理论价值。它结合了基本因素论和道德风险等理论的诸多优点，引进了市场情绪这一新变量，突出了国际资金逆转性流动的触发作用，对危机做出了新的解释。

8.4 我国利用外资与对外直接投资

8.4.1 我国利用外资概况

从新中国成立初期到 1978 年我国实行对外开放政策以前，我国利用外资的增长速度和发展规模均相当有限。20 世纪 50 年代初，我国政府开始利用外资，当时主要是向苏联政府借了 74 亿卢布的政府贷款，约合 1 427 亿美元，主要用于我国第一个五年计划时期的 156 项重点工程建设；同时也利用东欧国家资金建设了一些项目。两者合计共使用外汇贷款 27.1 亿美元。20 世纪 50 年代末，由于中苏关系恶化，我国基本上终止了与苏联、东欧国家的经济合作关系，到了 20 世纪 60 年代中期，我国基本上提前还清了上述贷款，我国的外资引进工作受到了严重冲击。

20 世纪 50～70 年代，我国利用外资的主要特点是：规模不大，总计 53.1 亿美元；结构单一，主要是政府贷款和延期付款等国际信贷方式；发展速度不快，有些年份甚至处于停滞状态。之所以形成这种状况，主要是由于当时特殊的国际政治和经济环境导致了我国经济的过度封闭；同时，我国在利用外资的指导思想方面的偏差，也是重要因素。

自 20 世纪 80 年代初开始，中国为外商在中国投资设厂创造了良好的环境。与此同时，先后颁布了 500 多项涉外经济法规，为外商来中国投资提供了法律依据和保障。1997 年年底，中国又修订公布了《外商投资产业指导目录》，鼓励和支持外商在农业综合开发、能源、交通、重要原材料、高新技术、资源综合利用、环境保护等领域投资。根据 WTO 的规则和中国对外承诺，基本完成了涉外经济法律法规的清理修订工作，以《中华人民共和国中

外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》、《中华人民共和国外资企业法》三大基本法律及其实施细则为主体的外商投资法律体系也已基本完成。到 2002 年年底，中国实际利用外资达到 550 亿美元，其中外商直接投资 527 亿美元，已有 170 多个国家和地区的外商来中国投资，外商投资企业发展到 42.4 万多家。到 2004 年 10 月底，全国累计批准设立外商投资企业 50 047 个，合同外资金 10 621.29 亿美元，实际使用外资金额 5 552.21 亿美元。1999—2003 年中国利用外资情况见表 8-3。中国被世界投资者、金融界评为投资环境最好的国家之一。

表 8-3　1991～2003 年中国利用外资的情况

	对外直接投资/亿美元	资本流入/亿美元	国内投资/亿人民币	对外直接投资占资本流入百分比	对外直接投资占固定资产投资百分比
1991	43.66	203.23	5 594.5	21.48	4.15
1992	110.07	302.23	8 080.1	36.42	7.5
1993	275.15	508.28	13 072.3	54.13	12.13
1994	337.67	617.93	17 042.1	54.65	17.20
1995	375.21	677.12	20 019.3	55.41	15.65
1996	417.26	709.77	22 974.0	58.79	15.11
1997	452.6	926.4	24 941.1	48.9	15.04
1998	454.6	893.3	28 406.2	50.9	13.25
1999	403.2	917.5	29 854.7	43.9	11.18
2000	407.1	919.9	32 917.7	44.3	10.24
2001	468.8	995.3	37 213.5	47.12	10.43
2002	527.4	1 283.2	43 201.6	41.1	10.10
2003	535	2 000	55 118	26.8	8.03

1. 1979—1986 年的起步阶段

以 1978 年 7 月全国人大五届二次会议通过并颁布《中华人民共和国中外合资经营企业法》为开端，以 1980 年中央先后批准广东、福建两省在对外经济活动中实行特殊政策和灵活措施，并在深圳、珠海、汕头和厦门 4 个城市设立经济特区为契机，我国利用外资正式起步。1984 年以后，国家又先后开放了沿海 14 个港口城市和 13 个沿海经济开发区，对其利用外资实行优惠政策，同时采取了扩大地方外商投资审批权限等一系列有力措施，外商对华直接投资组建发展起来。1979—1986 年，我国外商投资累计项目为 7 819 项，年均项目数为 977.38 项；外商投资协议金额为 191.59 亿美元，年均规模为 23.95 亿美元；外商投资的实际金额为 65.95 亿美元，年均规模为 8.24 亿美元。同时，我国也出现了对外借款高峰，年均借款近 26 亿美元，其总额占同期利用外资总额的 70%以上。

2. 1987—1991 年的稳步发展阶段

1987 年以后，我国利用外资的环境逐步改善，国家陆续制定和实施了鼓励外商直接投资的政策并注意产业导向，也开始控制对外借款增长速度。1987 年 12 月，国家有关部门制定了指导吸收外商投资方向的有关规定；1988 年中央决定将沿海经济开发区扩大到辽东半岛、山东半岛及沿海省市，建立海南特区；1990 年国家又决定开发和开放上海浦东新区。

上述规定和一系列重大政策与措施的出台，旨在框定一个适当的外资产业、地区投资范围和构筑一个较为宽松的外商直接投资环境，从而带来了外商对华直接投资的持续稳步发展。1987—1991 年间，外商投资项目累计达 34 208 项，年均项目数为 6 841.6 项；外商投资协议金额达 331.79 亿美元，年均规模为 66.36 亿美元；外商投资实际金额为 167.53 亿美元，年均规模为 33.51 亿美元。同期，我国对外借款在利用外资总额中所占的比重有所下降，但仍占 45%。

3. 1992—1996 年的高速增长阶段

1992 年邓小平南方讲话使外商基本上打消了顾虑，而且中国连续三年经济增长率高于 10%，市场需求越来越大，因此外商更加大胆地向中国投资。这一时期，国务院又决定进一步开放 6 个沿江城市，13 个内陆边境城市和 18 个内陆省会城市，全方位、多层次地扩大开放，进一步改善投资环境，使吸收利用外资达到了一个新的高度，协议利用外资项目从 1983 年 34.3 亿美元增长到 1993 年的 1 226.81 亿美元，扩大了近 36 倍，实际利用外资额也可以大致相等的速度增长。外商投资上升势头迅猛，世界前 500 家大企业中已有 200 多家来中国投资，投资额中资金技术密集型项目明显增加，投资行业设计国民经济许多部门，投资区域也不再限于东南沿海，开始向广大中西部地区辐射，大型跨国公司投资增加是这一时期我国利用外资逐步走向成熟的重要标志，表明中国进入了一个由以劳动密集型产业为主向资本密集型产业为主的产业结构转换时期，也预示着利用外资将进入一个崭新的阶段。

4. 1997 年以后我国利用外资的调整阶段

面对错综复杂的国内外形势，我国坚定不移地贯彻扩大对外开放、提高利用外资水平的方针，采取了一系列措施鼓励外商投资，加强全口径外债管理，优化利用外资结构，取得了可喜成绩。1999 年利用外资规模约 560 亿美元，其中：吸收外商投资 450 亿美元(外商直接投资 403.96 亿美元，以加工装配、发行股票等方式利用外资 46.04 亿美元)，借用国外贷款 110 亿美元(国际金融组织贷款 29 亿美元，外国政府贷款 32 亿美元，国际商业贷款 29 亿美元，飞机融资租赁 20 亿美元)。2000 年我国实际使用外商直接投资金额为 407.72 亿美元，比 1999 年增长 0.93%。截至 2000 年年底，我国累计批准外商投资企业 364 345 家，合同外资金额 6 767.18 亿美元，实际使用外商直接投资额已达 3 486.24 亿美元。

现阶段，我国利用外资呈现出 3 个特点：①我国利用外资的结构由以往的对外借款为主演变为外资直接投资为主，外商投资也正在从分散、小型化投资为主逐渐转变为以集中、大型化投资为主。②外商投资领域不断扩大，主要集中在制造业，尤以高新技术项目为主的电子及通讯设备制造业、化学原料及化学制品制造业、交通运输设备制造业、普通机械制造业、专业设备制造业、非金属矿物制品业以及食品加工业是近几年中国发展较快的行业，同时也是外商投资较多的行业。一大批资金技术密集大型外资项目纷纷落户中国。外商以多种形式设立的研发机构已有约 400 家。服务贸易领域已逐渐成为外商投资的热点。③随着中国西部大开发战略的实施和投资环境的改善，中西部地区吸收外资呈大幅增长态势。合同外资和实际使用外资的增速均高于全国平均水平。

外资对中国的经济发展做出了重要贡献，外商投资企业已成为中国经济的重要组成部分，这已是不争的事实。目前外商投资企业的出口已经占中国出口的一半以上；外商投资

企业所创造的工业增加值占中国工业增加值的 1/4；外商投资企业上缴的税收占中国税收收入的 1/5；外商投资企业直接吸纳的就业人数达 2 000 多万人，约占中国城镇非农业劳动人口的 1/10。中国国际贸易的持续性大幅增长，其 2/3 产生于国际直接投资。另外，外资企业的进入所带来的市场竞争效应、跨国公司的本土化战略所产生的关联效应都为中国的经济发展发挥了积极作用。

8.4.2 我国利用外资过程中存在的主要问题

(1) 利用外资结构处于不合理状态。

第一，外资集中投向东部沿海地区，致使中西部地区远远落后。改革开放以来，得益于大规模引进和利用外资，得益于政府的优惠政策，我国东部沿海地区经济得到突飞猛进的发展。据统计，改革开放至 2010 年，沪、苏、浙、闽、粤五省市实际利用外资累计为 1 100 亿美元，其中广东引资最多，达 530 亿美元，上海近 200 亿美元，江苏和福建分别是 167 亿美元和 147 亿美元，浙江较少，约 56.4 亿美元。2010 年，东部沿海实际利用外资为 702.341 亿美元，占全国的 79%。与此同时，由于地理环境和政策不优惠等多方面的原因，中西部地区利用外资的规模小、档次低，影响了该地区的发展。我国制定了经济发展分三步走的宏伟战略目标，如果不加快中西部地区的经济发展步伐，任中西部地区和沿海地区的差距拉大，势必影响整个经济发展战略目标的实现。

第二，外商投资的产业分布不合理。近年来，虽然国外大财团、大公司来我国投资增多，带动了投资项目档次的提高，但就总体现状来讲，外资的投向仍不尽合理，第一、第二、第三产业比例失调，大约呈 1∶60∶35 的分布态势。不论与其他发展中国家相比，还是与国内其他行业相比，我国农业利用外资的项目数、投资额，都远不能适应农业与农村经济发展的需要，都与其在国民经济中的地位不相称。截至 2010 年年底，农业利用外资额仅占利用外资总额的 1.7%，而且农业外资项目绝大多数是 50 万美元以下的小项目，低于外商投资项目的平均规模。项目投资规模过小，决定了其作用的局限性，难以推动农业生产方式的根本转变，无法在更深的程度上个更广的范围内实现农业的产业化和集约化经营。在三个产业中，第二产业吸收外资的比例是最大的，但这并不意味着外商在第二产业中的投资不存在任何问题。首先，投资项目绝大部分为劳动密集型企业，缺乏先进的技术和设备，投资结构和技术梯度较低。其次，由于交通、能源、原材料等基础产业资金投入大，投资收益率低，资本回收慢等原因，在利用外资中所占比重不大。再次，对工业投资中高污染的项目面多、量大。最后，低水平重复引进严重，不仅浪费了国家的财力，而且使产业结构进一步畸形。

(2) 外商控制主动权，实行市场垄断，冲击民族工业。

1992 年以来，以跨国公司为主力的外资便瞄准了中国这块尚未开垦的市场，它们以其产品、技术、资本和管理经验为利器，运用包括并购、控股、合资在内的多种手段掀起了一场抢占中国市场的“抢滩登陆战”。面对蜂拥而入的国外品牌，越来越多中国品牌从市场上消失。与外资企业产值占国民生产总值比重逐年上升相对照，我国许多国有企业却效益低下，年年亏损。主要表现在以下 4 个方面：

① 通过非法手段低估中方资产，在合资项目中占据主动权。

② 在中方资金不足的情况下，通过多次增资扩股，控制公司，占领市场。

③ 某些外资企业之所以发展，很大程度上在于各种优惠政策待遇的存在，而不是我们所期待的高新技术、先进的管理经验。

④ 外资企业产品价格转移行为严重。

(3) 盲目利用外资，致使部分外商投资质量不佳，“三资”企业偷、漏、逃、避税现象严重。

利用外资的盲目性和无政府状态在学术界和舆论界的表现是存在着一些含混不清和错误的观点，如外资无威胁论、自由贸易论、外资嫁接国有企业论及市场换技术论等。这些论点在实践上造成盲目引进外资，出现了相当多的质量问题，如相当一部分外商所投资金迟迟不到位，还有的在企业设立不久便将资金抽回。据有关资料分析，我国 25 000 家外资企业中有 5 000 家外方没有任何资金，有些外商投资不久即分期撤回。外资企业税负方面也存在很多问题，除享受国家给予的优惠政策外，有的外商还利用所掌握的原料进口渠道和产品外销渠道，通过抬高原材料进口价格和压低产品外销价格，分摊境外关联公司管理费，高价收取代销佣金和手续费，利用外汇差价调整企业获利年度及做假账等手段进行偷、漏、逃、避税。

盲目利用外资的另一表现是对引进外资政策上的盲目性。为了吸引外资，我国在各方面对外资采取了相当优惠的政策，甚至连县级政府都在国家已有的优惠政策之外增加优惠，盲目引资，不问产品、产业、部门、地区的普遍优惠政策导致了不少的假合资、低质量外资。盲目引资危害极大，正如美国学者弗里德曼所说：“依赖对外资企业实行特殊优惠政策来吸引外资没有好处，优惠这一概念的另一方面便是歧视，怎么可能靠歧视本国企业发展上去呢？”尽管我国目前放弃优惠政策还不现实，但取消一般性外资企业及沿海地区的优惠政策则必须提上议事日程了。

8.4.3 继续创造良好条件以吸引和利用外资

(1) 大力调整外资结构，使之与国内经济发展、经济结构调整升级相适应。

新一轮国际产业转移以信息产业为先导，制造、研发和服务一体化联动；以跨国公司内部服务业外包为特征的全球服务业产业结构调整和转移趋势明显。这为中国吸收外商投资创造了更大的外部空间，提供了难得的机遇。中国结合国内产业结构调整升级，引进先进技术，进一步研究落实鼓励外商投资电子信息、生物工程、新材料等高新技术产业、研发中心的配套政策措施，继续鼓励外商投资于配套产业，延伸产业链条，逐步进入跨国公司全球生产、销售网络、使中国成为全球先进制造基地。在引进外资的同时，要更多地引进有管理经验的高素质人才，注重引进技术的消化吸收和创新提高。在对外开放制造业领域的基础上，将有条件地开放金融、分销、旅游、会计、医疗、运输等绝大多数服务业领域，健全统一、规范、公开的外商投资准入制度。逐步扩大设立外商独资采购中心的试点，重点推进连锁经营、物流配送等商业领域的开放步伐，加速外商投资物流配送、连锁经营、出口采购中心的发展。

同时，吸引外资要与区域经济协调发展相结合，促进西部大开发和振兴东北老工业基地，对中西部地区吸引外资给予产业政策、税收政策等方面的优惠，允许中西部地区根据自身情况通过减免税支持地方继续发展的农业开发和能源交通等基础设施，充分利用中西部地区资源丰富、劳动成本低、三线工业和科技人员潜力大的优势，对中西部地区农牧业

的开发、资源开发、能源和原材料工业项目制定相应政策，给予特别鼓励。另外，还要适当安排一些政策性贷款，扩大对中西部地区吸引外资的国内配套资金贷款规模。抓住新一轮国际产业转移的重大机遇，继续扩大长江三角洲、珠江三角洲、闽南地区吸纳全球生产要素。发挥环渤海地区的已有优势，吸引外资加快本地区石化、IT 产业发展。鼓励外商投资于东北地区老工业基地，研究提出适应老工业基地发展的外资政策和措施，推进东北装备制造业和重工业的结构调整和升级；继续贯彻西部大开发战略，研究制定切实有效吸引外资投资中西部地区的政策，完善东部地区的外商投资企业到中西部地区投资的政策措施，实现产业转移和梯度发展，缩小地区发展差距，促进区域经济协调发展。

(2) 利用恰当手段保护我国的民族工业，防范跨国公司的行业垄断行为。

吸引外商投资对经济自主性有影响，但并非外国资本在一国全部资本中所占比重越大，经济自主性就越低，如新加坡、马来西亚、澳大利亚等，外国在这些国家制造业中的投资占主导地位，但外资受到该国政府的较好引导，投资来源地多样化，因而经济自主性受到影响的程度不算大，无论是从我国丰富的劳动力资源，还是从广大的中西部地区现实情况看，我国都处于一个迫切需要外商投资的时期，因而，要防范跨国公司的垄断，必须有选择地采取恰当的措施：

① 制定正确的竞争政策，深化企业改革，组建具有实力的企业集团，增强左右市场和与外资企业抗衡的能力。

② 进一步扩大开放，利用多家竞争防御跨国公司垄断。我们应该通过扩大开放和引资方法的多元化，充分利用跨国公司投资动机的差异及它们相互之间的竞争，使我们在引进外资和技术时处于有利地位，尽可能削弱大的跨国公司的垄断性。

(3) 认真办好现有外商投资企业，大力改善投资环境，依法加强对外资企业的管理和监督。

一方面，要加强对外商投资企业的服务，积极帮助企业解决生产经营中遇到的各种困难和问题；对于符合贷款原则的外商投资企业，要给予必要的信贷支持；要加大投资力度，进一步改善投资的硬环境和软环境。另一方面，要抓好外资引进后和经营期的监督和管理。同时，要求外资企业内部按国际上通行的做法建立财务会计制度，严格定期审计，及时清理假合同，对那些外资比例很小或资金已经抽回的外资企业要加以清理，对目前外资企业中相当普遍的转移利润、逃避税收的问题，应按国际惯例，尽早规定反避税条例，加强税收管理，维护我国合法权益。重视吸收发达国家及不同跨国公司的投资是提高利用外资质量的关键，跨国公司是世界技术创造和传播的主要载体，跨国公司拥有世界最先进的经营管理经验、企业组织形式和经营网络，利用外资质量的提高很大程度上取决于吸引跨国公司投资，与其建立长期稳定的合作关系，并由此使中国的企业和产品大批进入国际市场。

8.4.4 我国对外直接投资的发展

在生产和资本高度国际化的今天，一个实行外向型经济的国家，既要大量吸收外国直接投资以加速自身经济的发展，又要积极参与国际资本大循环，极力拓展其对外直接投资，以实现外向型经济的良性循环。我国是一个发展中的大国，大量引进外资以加速我国现代化建设是现阶段我国对外经济关系的重要内容之一。同时，根据“利用国内外两种资源，开拓国内外两种市场，学会国内建设和对外经济两套本领”的原则，我国自实行改革开放政策以来也积极开拓了对外直接投资。

1. 中国新一轮对外投资出现的新特征

(1) 地区和行业分布日趋广泛。投资地区从 20 世纪 80 年代集中于美国、欧洲、日本等少数发达国家和中国香港、澳门地区，发展到周边国家和亚洲、非洲、拉丁美洲及东欧等广大发展中国家和地区；投资领域拓宽，由初期的进出口贸易，航运和餐饮等少数领域拓展到加工制造、资源利用、工程承包、农业合作和研究开发等国家鼓励领域。

(2) 境外资源开发取得进展。截至 2010 年年底，中国在境外参与油气项目 58 个，中方实际投资超过 60 亿美元，实现销售收入 50 亿美元。参与重大境外矿产项目 10 个，中方实际投资 10.08 亿美元。设立境外远洋渔业项目 71 个，中方投资 1.08 亿美元，年末在册船只近 2 200 艘。此外，对外农业合作也已经起步。

(3) 境外加工贸易业务发展迅速。截至 2010 年年底，经商务部批准或备案投资设立的境外加工贸易企业超过 500 家，中方协议投资额约 14.07 亿美元，主要涉及纺织、家电、机电、化工、制药等行业。

(4) 大型企业作用明显。目前，中国从事跨国投资于经营的各类企业已发展到 3 万家，其中具有对外承包工程和对外劳务合作经营资格的企业有 1 600 家。其中一些大的企业已具备了跨国公司雏形。

(5) 投资方式日趋多样化，经营层次提高。越来越多的企业开始采取跨国并购及股权置换等方式对外投资。

2. 我国在对外直接投资中应注意的问题

从对外投资的必要性、可能性、迫切性、政策导向来看，中国对外投资提速是必然趋势。但是我国仍存在许多现实障碍，如通晓海外金融、法律的专业人才严重缺乏，对外投资的信息流通不畅，也缺少一系列能促进对外投资、企业融资、担保等方面的便利服务。所以，我们在大力加强对外直接投资活动过程中，一定注意要科学、合理。

(1) 注意实施规模战略，要多方融资，集团进军，分散风险

第一，组建工贸一体化的大型企业集团军，向世界市场进军。作为对外直接投资的主体，在国内属于大中型的企业，甚至属于特大型的企业，但与国外企业相比，规模明显较小。因此，在国内看起来比较大的投资规模，在国际市场上就显得微不足道了，而且由于我国过去工业企业与外贸企业的职能分明，使双方的优势和劣势带有明显的行业色彩。一方面，尽管中国大型工业企业拥有长期积累的经济实力、特有的技术优势、充裕的专业技术人才和较强的管理能力，但是它们却长期与国际市场相隔绝，不熟悉国际市场行情和经营方式，缺乏外贸人才及国际营销渠道和经验；另一方面，外贸专业公司在长期从事进出口业务过程中，逐渐建立了稳定的海外营销渠道和信息传递网络，积累了丰富的营销经验，但它们普遍缺乏紧密的生产实体，不懂得产品的技术和性能，难以承担根据国际市场需要变化快速推出新产品的使命。因此，应该充分发挥工业企业和外贸企业各自专业化优势的基础上，实行建立工贸、技贸结合的既懂技术与生产经营，又懂国际市场营销的具有一定经济实力的企业集团。这样的集团化，扩大了投资主体的规模，强化了企业的优势，形成了快速反馈系统，因而能更好地适应风云变幻的国际市场，使得生产优势与贸易优势紧密地结合在一起。中国企业要走向世界，直接参与国际竞争，必须有意识地集中一定的资源，发展一批集团化经营的跨国企业，以大企业对大企业，以集团对集团，这样才能使我国企业的跨国化得到大发展。

第二，注意要多方融资，走“借钱买鸡，生蛋孵鸡还钱”的道路。对于大多数中国企业的跨国发展来说，如何筹集资金，以弥补自有资金的不足，是一个很关键的问题。而从我国对外直接投资发展的实际情况来看，中方完成的投资额中，大部分是企业自由资金，国内国外融通的资金很少。在融资手段高度发达的今天，国际和国内的现实条件决定了中国跨国经营企业的发展应该而且能够走“借钱买鸡，生蛋孵鸡还钱”的道路。从国内来看，尽管我国总体上资金较为紧缺，但由于国内收入和储蓄水平正在不断提高，相对的资金富裕仍然存在，所以，在不影响长期利益的前提下，充分挖掘国内的资金也是有可能的。国外融资来源有很多，首选是东道国融资，也可来自第三国及多国、国际资金市场贷款、国际金融组织贷款等。我们在融资过程中，要注意尽量扩大融资来源渠道，分散风险，充分开拓和利用国际金融市场的资金来源。总之，通过多渠道、多形式的筹资，对弥补我国对外投资中资金不足而导致的企业规模过小，有着十分重要的理论与实践意义。

(2) 要注意投资区域的全方位、多元化。

我国的对外直接投资应以西方发达国家为战略重点，这是因为发达国家拥有巨大的现实产品市场和优越的投资环境，更有我国经济发展和企业成长急需的技术信息、管理知识，以及资金和其他资源。在发达国家间竞争不断激化、地区集团化步伐不断加快之时，我们应注意抓住时机，让有条件、有能力的企业及早进入其内部，建立基地。另外，我们还必须重视对亚洲和俄罗斯等周边国家和地区市场的争取，因为这些国家与我国地理相近，传统经济文化联系广泛，经济技术有互补优势。对这些地区进行对外直接投资，不仅可以加强睦邻友好管理，提高我国在国际上的地位，而且可以给我国带来分享亚太地区经济日趋繁荣的好处。同时，我国的对外直接投资也应注意充分兼顾非洲和拉美等地区和国家的市场，这不仅对我国世界政治和经济方面的发展很有益处，同时也为我国企业在更广阔的空间范围吸取和利用世界资源，发挥自己的优势提供了机会。总之，我国的对外直接投资主体要注意充分考虑自身有关条件，认真识别和分析不同国家和地区的区位优势和障碍，选择最适合于发挥自身优势的区域进行投资。

(3) 要注意实施多层次的行业战略。

我国是一个正在实现现代化的发展中大国，经过 60 年的建设，形成了行业门类相当完备的产业基础。我们既需要开拓广阔的国际市场，也需要从世界范围内广泛地吸收利用多种资源，这就决定了我国企业跨国经营的总体战略是多部门、多行业的开拓和发展。在开展对外直接投资时，既要考虑到中国总体经济技术水平较低的现实，也要积极利用中国企业具有的技术优势，采取多层次行业技术战略，近期以中低行业为主，如开发自然资源的林业、矿业，第三产业的运输、餐饮、旅游、银行等，远期以制造业，新兴的高科技行业，技术密集型、资本密集型的通信、信息等行业为主。这种由低向高，由近及远的多元化、多层次的对外直接投资战略，还体现在现实目标和远期目标结合，着眼于远期的战略意图。其核心在于要使本国的产业逐步高级化，着眼于开发高新技术，以技术为先导，最大限度地吸收和应用高新技术，发展具有全新功能的产品，以扩大和占领世界市场。

另外，我们还要注意加强对海外直接投资的宏观管理，制定与完善海外直接投资的法律体系，大力培养跨国经营所需的人才。

本 章 小 结

国际资本流动是指资本从一个国家或地区转移到另一个国家或地区。它与由国际商品或劳务交换所引起的货币流通有本质区别，商品交换实现了货币所有权的转移，而国际资本流动仅仅实现了货币使用权、支配权的暂时国际让渡，并未发生货币所有权的国际转移。

国际资本流动从期限上看分为长期资本流动和短期资本流动。长期资本流动通常是指在国际间流动的期限在 1 年以上的资本流动。就基本方式而言，长期资本流动又可具体分为直接投资、证券投资、国际信贷等形式。短期资本流动是指期限在 1 年或 1 年以内的资本流动。短期资本流动按动机的不同，具体可划分为 4 种：贸易资本流动、保值性资本流动、银行资本流动和投机性资本流动。

国际资本流动的原因不外乎两种：一是追求利润，二是规避风险。影响投资利润的主要因素有劳动力价格、原材料价格、运输成本、关税税率和利率。国际资本流动所遇到的风险一般有政治风险和经济风险。

利润和风险因素是引起国际间长、短期资本流动的两个根本原因，而这两者之间有时会存在一定的矛盾。

金融危机又称金融风暴，是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标(如短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数)的急剧、短暂和超周期的恶化。其特征是人们基于经济未来将更加悲观的预期，整个区域内货币币值出现幅度较大的贬值，经济总量与经济规模出现较大的损失，经济增长受到打击。往往伴随着企业大量倒闭，失业率提高，社会普遍的经济萧条，甚至有些时候伴随着社会动荡或国家政治层面的动荡。

金融危机按其性质和内容划分，可以分为金融机构危机、资本市场危机、货币危机、债务危机和综合金融危机等五类。

货币危机有广义和狭义之分，广义的货币危机泛指汇率的变动在短期内超过一定幅度(一般认为该幅度为 15%～20%)；狭义的货币危机与特定的汇率制度(通常是固定汇率制度或带有固定汇率制色彩的钉住汇率安排)相对应，其含义是，实行固定汇率制度的国家，在非常被动的情况下(如在经济基本面恶化的情况下，或者在遭遇强大的投机攻击情况下)，对本国的汇率制度进行调整，转而实行浮动汇率制度，而由市场决定的汇率水平远远高于原先所刻意维护的水平(即官方汇率)，这种汇率变动的影响难以控制、难以容忍，进而导致货币危机。

对于金融危机的研究，亚洲金融危机后，出现了一些新观点的理论。道德风险论认为政府的隐含担保导致的道德风险是引发金融危机的真正原因，货币价值的波动只不过是危机的一个表现而已。防范危机的关键在于尽可能减少政府与金融机构之间的“裙带关系”和过于密切的往来，同时加强对金融体系和资本市场的监管。基本因素论主要从影响经济增长和稳定性的基本因素方面来分析金融危机爆发的原因，特别将金融部门的问题也列入基本面因素，认为金融脆弱性是引起危机的最重要的因素之一。金融恐慌论认为恐慌源于一系列突发性金融和经济事件引发，并由于各国政府和国际组织对危机的处理不当而不断膨胀，导致大规模的资本外逃，最终导致并恶化了危机。

积极利用外资是我国改革开放的重要战略措施。目前我国每年吸引的外资流入大约在 500 亿～600 亿美元，是世界上最大的对外直接投资流入国。但新兴市场国家的金融危机教训和我国经济发展现状表明，利用外资并不是越多越好，只有做到重质量轻数量、重结构轻规模，才有可能在国际资本流动问题上趋利避害。

练　习　题

一、选择题

1．国际资本流动作为国际间经济交往的一种基本类型，它是以(　　)的转让为特征的，一般以盈利为目的。

A．所有权　　B．使用权　　C．移动权　　D．经营权

2．热钱是指(　　)。

A．国际游资　　B．短期资本　　C．债券资金　　D．股票资金

3．在国际贸易中，出口商通常不要求进口商立即支付全部货款，而允许进口商有一段时期延期支付。当出口商或其开户银行向进口商提供短期延期支付信贷时，进口商的对外债务增加或债权减少，就形成了(　　)。

A．贸易性资本流动　　B．金融性资本流动
C．保值性资本流动　　D．投机性资本流动

4．国际直接投资的表现形式有(　　)。

A．一国在国外开设工厂
B．一国在国外设立子公司
C．国外企业所获利润在当地进行再投资
D．购买国外企业债券

5．在日本发生了投机性短期资本外流，原因可能是(　　)。

A．日元汇率疲软
B．日本大藏省宣布将短期利率下调到较低水平
C．预期日本的金融资产价格上涨
D．预期外国商品价格下降

二、填空题

1．长期资本流动包括(　　)、(　　)和(　　)3 种类型。

2．金融危机按其性质和内容划分，可以分为金融机构危机、资本市场危机、(　　)、(　　)和综合金融危机 5 类。

3．国际资本流动仅仅实现了货币使用权、支配权的暂时国际让渡，并未发生货币(　　)的国际转移。

4．(　　)往往表现为债务危机、货币市场危机、资本市场危机和金融机构危机中几种危机的混合体，现实中常常是一种危机的爆发带动其他危机的爆发。

5．国际资本流动的根本原因不外乎以下两种：一是(　　)；二是(　　)。

三、判断题

1．证券投资与直接投资的区别在于投资者对于投资对象企业并无实际控制和管理权。(　　)

2．国际资本流动主要反映在国际收支平衡表的资本和金融项目中。(　　)

3．货币危机的狭义概念是指货币的汇率变动在短期内超过一定幅度。(　　)

4．国际资本流动的新动向之一就是国际资金流动规模巨大，不再依赖于实物经济而独立增长。(　　)

5．泡沫经济的形成源于多种因素，如经济虚拟化、金融自由化浪潮等，其中资本国际流动也对泡沫经济的形成于破灭起了推波助澜的作用。(　　)

四、思考题

1．如何理解国际资本流动的含义？它包括哪些具体形态？

2．试述国际资本流动发展的新特点与新趋势，并分析国际资本流动迅速发展的原因。

3．何谓“投机性资本”？它与金融危机有何关系？

4．简述我国利用外资的概况及外资利用中应注意的问题。

5．我国对外直接投资发展现状如何？存在哪些问题？如何加以改进？

五、案例分析

短期国际资本涌入新兴经济体将助长资产价格泡沫的形成

就当前的情况来看，短期国际资本涌入新兴经济体将助长其已经初步形成的资产价格泡沫风险。美欧日等主要发达国家经大幅降息后，利率仍然保持接近于零的低位，而新兴经济体利率均高于发达国家，过多的流动性在全球涌动，特别是欧美发达国家重启第二轮量化宽松政策后，套利资金重新大规模涌入新兴经济体，一些新兴经济体成为短期国际资本(俗称国际游资或热钱)觊觎的对象，包括股市、楼市在内的资产泡沫再一次被急剧放大。

来自基金研究机构 EPFR 的统计数据显示，全球新兴市场股票基金 2009 年以来共吸收超过 600 亿美元资金，超过 2007 年创纪录的 500 亿美元，而 2008 年该市场则是有超过 400 亿美元资金流出。EPFR 称，截至 2010 年 9 月，全球新兴股票市场累计吸纳 600 亿美元国际资金，仅 9 月初就流入 233 亿美元，新兴债券市场则出现 410 亿美元国际资金净流入。

摩根士丹利新兴市场指数 2009—2010 年 8 月上涨了 83.19%，远超过摩根士丹利世界指数 34.15%的涨幅，而摩根士丹利“金砖四国”指数表现更是格外亮眼，大涨 85.26%。在“金砖四国”股市中，2009 年—2010 年 10 月 18 日，印度孟买 Sensex 指数上涨 102.88%，巴西圣保罗 IBOVESPA 指数上涨 78.49%，俄罗斯 RTS 指数上涨 152.36%，我国上证综指涨幅也达 57.13%。而同期的美国道琼斯工业平均指数仅上涨 22.45%。

与此同时，随着经济复苏、经济刺激计划的实施以及外部资金的涌入，新兴经济体的楼市价格也日益高涨。“金砖四国”首都中当前房价最高的并不是北京，而是巴西首都巴西利亚市。巴西房地产市场繁荣几乎没有受到国际金融危机和世界经济衰退的任何冲击，得益于政府推出的刺激计划，经历了持续时间长达 10 年的沉寂之后，巴西房价自去年开始出现大幅上涨。

2010 年下半年国际资本的汹涌流入引发新兴市场货币纷纷“被升值”。受亚洲区内经济率先复苏和显著增长及美国政府强化“量化宽松”货币政策的作用，亚洲国家货币出现了少见的繁荣景象——韩元、新加坡元、泰铢、马来西亚林吉特等兑美元的价格纷纷触及数周、数年乃至有史以来的高点。数据显示，除了日元在 2010 年 8 月兑美元创下 15 年的历史新高以外，2010 年以来，亚洲其他国家货币兑美元都普遍出现了大幅升值：马来西亚林吉特是仅次于日元的亚洲国家升幅最大的货币，累计升值达 9.4%；在亚洲金融风暴之后连衰 10 年的泰铢成为紧追马来西亚林吉特的强势币种，累计升值 7%左右；韩国经济的高速增长使韩元今年已升值 3%，但国际货币基金组织的报告认为，韩元汇价存在着明显的“低估”；新加坡元也在经济增长力量的烘托下出现了快速的升值，2010 年累计升幅达 4.2%；印度尼西亚盾升值 4.4%，菲律宾比索升值 3.4%，越南盾在越南央行的频繁干预下升值幅度小得多。特别是在 2010 年 9～10 月间，日元升值 5.13%，马来西亚林吉特升值 1.09%，新加坡元升值 3.10%，新台币升值 3.56%，澳元升值 5.82%。其中印度卢比升值 5.2%，为同期亚洲国家中的最强势货币。在 2009 年一年中，印度的股市和债市的外资净流入量分别达 230 亿美元和 1 000 亿美元。此外，2010 年以来，随着巴西经济的快速增长，同时该国一直维持高利率，进入巴西的美元资本持续增加，尤其是 2010 年 9 月份巴西石油公司增发股票融资后，大量美元进入巴西市场。根据巴西中央银行公布的数字，2010 年 9 月份共有近 17 亿美元流入巴西，是巴西央行自 1982 年进行此项统计以来的最高单月流入额。

问题：

1. 国际资本流动的新趋势和新特点各是什么。

2. 新兴经济体应如何防范资产泡沫？

第9章 国际金融市场

教学目标

通过本章的教学，使学生了解国际货币体系的含义、作用及演变过程；掌握国际金本位制度的特征及作用；熟悉布雷顿森林体系的内容、作用及其崩溃的原因；了解牙买加体系的内容、运行特征及其缺陷；了解欧洲货币体系的产生过程和欧元的作用；了解国际货币体系改革的主要内容和建议。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际货币体系	国际货币体系的内容、类型及作用	(1) 国际货币体系的内容 (2) 国际货币体系的类型 (3) 国际货币体系的发展阶段 (4) 国际货币体系的作用
国际金本位制度	重点掌握国际金本位制度的类型及各自的特征	(1) 国际金本位制的形成 (2) 国际金本位制的类型 (3) 国际金本位制的特征 (4) 国际金本位制的作用 (5) 国际货币集团和货币区
布雷顿森林体系	重点掌握布雷顿森林体系的内容、作用及其崩溃的原因	(1) 布雷顿森林体系的建立 (2) 布雷顿森林体系的内容 (3) 布雷顿森林体系的作用 (4) 布雷顿森林体系的崩溃 (5) 布雷顿森林体系的局限
牙买加体系	了解牙买加体系的形成、内容及其作用	(1) 牙买加体系的形成 (2) 牙买加体系的内容 (3) 牙买加体系的作用 (4) 牙买加体系的评价
欧洲货币一体化	了解欧洲货币一体化的进程及其对国际货币体系和世界经济的影响	(1) 欧洲货币体系产生的背景 (2) 欧洲货币体系的内容 (3) 欧洲货币体系稳定汇率机制的运行情况 (4) 欧洲货币一体化的进程 (5) 欧元产生对国际货币体系的影响 (6) 欧元产生对世界经济的影响

续表

知识要点	能力要求	相关知识
国际货币体系改革	了解国际货币体系改革的目标、原则、主要内容	(1) 现行国际货币体系存在的问题 (2) 国际货币体系改革的原则和主要内容 (3) 国际货币体系改革的各种主张 (4) 国际货币体系的发展前景



导入案例

一个由欧洲留学归国人员组成的上海 x 外贸公司，因为比较熟悉欧洲市场，主要经营对欧洲市场的进出口业务。1998 年前后，根据《马斯特里赫特条约》规定，欧盟公布了欧元启动的时间表。上海 x 外贸公司的董事长认为这是国际货币体系发展的一件大事，如果能够利用这一机遇，采取应对措施，就可以促进本公司业务发展，否则将使公司对欧业务遭受一定的挫折。他随即召开董事会，对欧元启动问题加以研究。在会上大家认识到，在欧元区推行统一货币就是统一市场。一方面，统一市场形成后，各国关税消除，货物流通自由；但对欧元区以外的商品可能采取加强保护主义措施。另一方面，市场统一后，由于各国税收、社会保障体系、劳动工资、运输费用和消费习惯不同，肯定存在商品差价。该公司通过互联网查询，发行欧盟各国物价水平并不一致，相差甚大。例如，福特汽车公司的 Mondes 牌汽车在德国的售价比在西班牙的售价高 50%；汽油在比利时为 0.6 欧元/升，而在法国为 0.9 欧元/升；万宝路香烟在葡萄牙为 1.94 欧元/包，而在芬兰则为 3.7 欧元/包……有些地区价格差别高达 40%～50%，而药品最高差价达 300%，这些差价在短期内很难消除。从这些商品差价中该公司发现有商机，并当机立断要捷足先登。他们决定在物价水平相对水平低的西班牙与当地资本合办一家商务公司，上海 x 外贸公司将商品销售给这家商务公司，然后通过这家商务公司再将商品销售给物价水平较高的其他欧盟各国。这样既可以绕过关税壁垒，节省成本，赚取差价利润；又可以打开欧盟市场，拓展销售网络。上海 x 外贸公司通过在欧洲的同学关系，很快在西班牙建立起合资商务公司，使之成为打开欧元区市场的桥头堡。从 1999 年到 2008 年年底，上海 x 外贸公司在欧洲市场的业务量与利润率高出同行业其他公司数倍，同时提高了其在上海的知名度。

由此可见，一个精明能干的企业家，在注意市场信息、价格走向、进出口业务操作的同时，更应掌握国际货币体系的内涵和特点，因为国际货币体系直接关系到国际贸易的存在形式与发展格局。在东盟国家首脑会议上，有人提出建立统一货币的问题，东盟各国与我国经济联系日益紧密，对此，我们应密切注意其动态与发展趋势，以采取应对措施。

(资料来源：刘舒年，温晓芳．国际金融[M]．北京：对外经济贸易大学出版社，2010.)



基本概念

国际货币体系　金本位制度　金币本位制度　金块本位制度　金汇兑本位制度　怀特计划　凯恩斯计划　布雷顿森林体系　特里芬难题　牙买加体系　黄金非货币化　欧洲经济共同体　欧洲货币单位　欧元

9.1　国际货币体系

国际货币体系又称国际货币制度，在国际金融领域内具有基础性制约作用，它对国际贸易支付结算、国际资本流动、各国的外汇储备、汇率的调整、国际收支等方面产生重要

影响。国际货币体系的作用是从贸易和金融两个方面联系国际经济，可以协调各国的经济活动，促进贸易和国际支付的顺利进行，加速国际贸易和国际信贷的发展。

9.1.1 国际货币体系的内容

国际货币体系是支配各国货币关系的规则及国际间进行各种交易支付所依据的安排和惯例。国际货币体系包含 5 个方面的内容。

1. 汇率及汇率制度

根据国际交往和国际支付的需要，各国政府要确定本国货币和外国货币的比价，即汇率；各国政府还需规定货币比价确定的原则和依据；货币比价波动的界限；货币比价的调整及维持货币比价而采取的措施；对同一货币是否采取多元化比价等。汇率制度在国际货币体系中居于核心地位。

2. 各国货币的兑换性和对国际支付所采取的措施

进行国际支付时，各国政府要确定本国货币是否能够自由兑换成其他国家的货币。可兑换性是指一国货币在对外支付方面是否加以限制和管制，如解除了各种限制和管制，则该国货币即为全面可兑换货币，或自由兑换货币。有时一国对某些项目的国外支付会加以限制，对另外的一些项目的支付不加限制；有的国家则对国外的一切项目的支付都加以限制。

3. 国际储备资产的确定

国际储备资产是国际清偿力的组成部分，各国政府需要有一定数量的国际储备，确保具有世界各国普遍接受的国际储备资产的种类、结构和数量，以应付国际支付的需要。一战以前，资本主义国家的主要国际储备资产为黄金；一战以后，黄金和外汇储备起着同样重要的作用；目前，一国在国际货币基金组织分得的特别提款权与黄金、外汇一起构成一国的国际储备资产。

4. 国际结算原则的确定

各国政府在处理国际债权债务关系时，要规定是定期结算还是随时结算，是自由的多边结算还是有限制的双边结算。

5. 黄金、外汇移动的自由性

各国政府对黄金和外汇出入国境是否加以管制，如美国不实行外汇管制，而中国在改革开放后逐步放宽了外汇管制。

9.1.2 国际货币体系的类型

国际货币体系的类型划分有两个重要的依据：汇率制度和货币本位。

汇率制度在国际货币体系中占据最重要的位置，根据汇率制度划分的不同国际货币体系，有固定汇率制度和浮动汇率制度，介于两者之间的有可调整的钉住汇率制度、爬行钉住制度、管理浮动制等几种。20 世纪 70 年代以来，西方各国普遍实行浮动汇率制度，国际货币与金融局势日益动荡。这是由于汇率波动频繁导致的投机造成的，继而引发国际货

币信用危机，国际金融必然会受到汇率波动的干扰，因此国际货币体系是否稳定，取决于汇率制度。我国现行的汇率制度是管理浮动汇率制。

货币本位是国际货币体系一个重要的方面，涉及储备资产的性质。根据储备资产的性质可将国际货币体系分为 3 类：①纯粹商品本位制度，即所有储备都是商品储备，如金本位制度；②纯粹信用本位制度，即所有储备都是信用储备，如不兑现的纸币本位制度；③混合本位制度，即储备是由商品与信用储备混合而成，如金汇兑本位制度。19 世纪末以来，这 3 种货币本位制度都曾实行过。

9.1.3 国际货币体系经历的发展阶段

国际货币体系迄今为止经历了 3 个发展阶段。

第一阶段是国际金本位制度时期。这一时期大体上是从 1816 年英国实行金本位制度开始，19 世纪中叶到一战前是它的全盛时期。20 世纪 20 年代末 30 年代初的世界经济大危机中，国际金本位制度彻底崩溃。

第二阶段是布雷顿森林体系时期。大体从 1945 年年底开始，到 1973 年结束。二战后世界经济的重建实际上是以布雷顿森林体系的建立开始的，因此布雷顿森林体系在国际货币体系发展史上占有重要地位。

第三阶段是牙买加体系时期，从 1976 年 1 月国际货币基金组织临时委员会的《牙买加协定》正式订立开始至今，国际上也有人把这一阶段称为“无体系时代”。

9.1.4 国际货币体系的作用

国际货币体系影响着国际贸易、国际投资、国际信贷，从而影响着世界经济的方方面面。国际货币体系的主要作用是对国际收支的调节、汇率制度的选择、国际储备资产的创造，以及国际货币关系的协调等方面做出各国普遍接受的适当安排。

1. 确定国际收支调节机制的形式和性质

在国际金本位制度时期，国际收支调节机制是“物价—铸币流动机制”，即通过物价的变动和铸币的流动来调节国际收支的不平衡。在布雷顿森林体系下，由于汇率基本上固定，因此国际收支调节主要通过“支出转移”和“支出减少”机制进行；而在当前的浮动汇率下，国际收支的调节则主要通过汇率机制来进行，即通过汇率变动来影响生产、流通和消费，从而达到国际收支的平衡。

2. 确定国际货币的供应和管理原则

采用黄金作为国际货币的情况下，国际货币的供应主要来源于黄金的生产国。因而国际货币的供应受到黄金产量和货币流通规律的约束，不可能无限制地增长。在纸币流通情况下，货币发行量不受黄金产量限制，很容易发生纸币过度发行或发行不足的情况。尤其当采用主权国家发行的不能兑现的纸币作为国际货币时，如何对国际货币的供应加强管理，防止由于过度发行导致的世界性通货膨胀或者发行不足导致的世界性通货紧缩，是国际货币体系中要解决的重要问题。

3. 通过多边支付制度，促进世界经济一体化

在国际货币事务的管理中，协调各国的政策行动可以避免各国单方面为本国利益而限制国际支付的准则，使国际贸易和国际投资能在世界范围内顺利地发展，防止个别国家采取单方面的限制措施，有利于世界经济的发展。

4. 促进各国参与国际事务的决策和管理

国际货币体系的建立，使各国有了共同遵守的准则和惯例。通过国际货币机构，使各国在一定程度上获得了参与国际货币事务决策和管理的机会，各国也获得了发表关于国际货币问题主张的讲坛。

9.2 国际金本位制度

9.2.1 国际金本位制度的形成

国际金本位制度是以黄金作为国际本位货币的制度。国际金本位制度是在世界各国普遍在国内实行了金本位制度的基础之上形成的。1816 年英国率先实行金本位制度，19 世纪 70 年代以后欧美各国和日本等国相继效仿，因此许多国家的货币制度逐渐统一，金本位制度由国内制度演变为国际制度。通常以 1880 年为国际金本位制度的起始年，因为这一年主要资本主义国家都实行了金本位制度。各国实行金本位制的时间见表 9-1。

表 9-1 各国实行金本位制的时间

国　别	时　间	国　别	时　间
英国	1816	荷兰	1875
德国	1871	乌拉圭	1876
瑞典	1873	美国	1879
挪威	1873	奥地利	1892
丹麦	1873	智利	1895
法国	1874	日本	1897
比利时	1874	俄国	1898
瑞士	1874	多米尼加	1901
意大利	1874	巴拿马	1904
希腊	1874	墨西哥	1905

9.2.2 国际金本位制度的类型

国际金本位制按其货币与黄金的联系程度，可分为金币本位制度、金块本位制度和金汇兑本位制度。

1. 金币本位制度

金币本位制度是以黄金作为货币金属进行流通的货币制度，国家规定以一定重量和成色的金铸币作为主币。1816 年英国颁布《金本位制度法案》，开始实行金本位制度，促使

黄金转化为世界货币。到 19 世纪末资本主义各国普遍实行了这一制度，1880—1910 年是金币本位制度的黄金时期。

金本位制的主要内容如下。

(1) 用黄金来规定货币所代表的价值，每一货币都有法定的含金量，各国根据金币重量和成色来确定各自的黄金官价，以此确定各国货币间的汇率。例如，20 世纪初，1 美元含金 23.22 格令，1 英镑含金 113.001 6 格令，则 20.672 美元或 4.248 英镑等于 1 盎司黄金的价值，由此可确定美元和英镑之间的汇率为 1 英镑＝4.866 5 美元。

(2) 金币可以自由铸造，任何人都可按法定的含金量将金块交给国家造币厂铸造成金币，或以金币向造币厂换回相当的金块。

(3) 金币可以自由兑换，世面上流通的其他金属辅币和银行券可以按法定比率自由兑换成金币或等量的黄金。同时，允许人们自由贮藏黄金。

(4) 各国的货币储备和国际结算均使用黄金，黄金可自由输出和输入。

由此可见，金币本位制度有 3 个特点：自由铸造、自由兑换、自由输入输出。

金币本位制度是一种相对稳定的货币制度，汇率的波动幅度以黄金输送点为限。因为在金币本位制度下，各国可以用外汇结算，也可以直接输送黄金结算。当汇率对一国有利时，该国就利用外汇结算；否则，就用输入或输出黄金的办法结算。黄金输送点限制了汇率的波动，且波动幅度甚小，基本上能保持稳定，从而有利于国际资本流动，促进了商品的自由流通，有利于调节国际收支。

某缺点在于这种货币制度以黄金为基础，一国的经济受黄金流出和流入的数量影响较大，且受黄金的供求关系影响。到一战前夕，国际货币体系已形成金字塔形格局，绝大多数的黄金被处于塔尖的英国及处于上层的核心国家(美、法、德、俄)所占有，这 5 个国家占有世界存储量的 2/3，操纵了弱小国家的金融命脉，大大削弱了其他国家金币本位制的基础。这种状态不可避免地引起世界各国之间的利益冲突和经济矛盾。正因为如此，一战爆发时，一些国家为了准备战争，政府支出急剧增加，而黄金流通量又严重不足，故大量发行银行券，造成银行券兑换黄金的难度越来越高，破坏了自由兑换的原则。加上欧洲各国相继为限制黄金外流做出了禁止黄金出口的决定，以至除美国继续保持金币本位制度外，其余各国均予以放弃。

2. 金块本位制度

金块本位制度是金币本位制度派生出来的变相金本位制度。一战后，一些资本主义国家经济受到重创，为了维持庞大的军费开支，各国相继冻结了黄金的外流，并收回了流通中的金币，加之黄金在各国间分配极不均衡，从根本上失去了金币本位制度存在的基础，导致了金币本位制度的彻底崩溃。1922 年在意大利热那亚召开的世界货币会议决定采用“节约黄金”的原则，除了美国外，各国相继实行了金块本位制度(英国、法国、比利时、荷兰)和金汇兑本位制度(德国、意大利、奥地利等 30 个国家)。直到 1925 年，西方一些国家才陆续建立起金块本位和金汇兑本位的货币制度。1929 年，全球性经济危机爆发，英国、法国、比利时、荷兰、瑞士等国家相继放弃了这一制度。

金块本位制度的主要内容如下。

(1) 基本货币单位仍规定含金量，但是黄金只作为货币发行的准备金集中于中央银行。

(2) 不再铸造金币和实行金币流通，流通中的货币完全由银行券等价值符号所代替。

(3) 银行券在一定数额以上可以按含金量与黄金兑换。如英国规定兑换的最低限额为400盎司黄金，约合1 700英镑，低于此限额的不予兑换。由于金块价格比较昂贵，非一般家庭所能兑换，金块实际上成为国际结算的支付手段。

(4) 中央银行掌管黄金的输出和输入，禁止私人输出黄金。中央银行保持一定数量的黄金储备，以维持黄金和货币之间的联系。

在金块本位制下，金币的铸造和流通及黄金的自由输出入已被禁止，黄金已不可能发挥自动调节货币供求和稳定汇率的作用，从而使金块本位制度失去了稳定的基础，因此金块本位制度实际上是一种残缺不全的金本位制度。

3. 金汇兑本位制度

金汇兑本位制度又称“虚金本位制度”，与金块本位制度同时并存。一战前的印度、菲律宾、马来西亚和一些拉美国家和地区，以及20世纪20年代的德国、意大利、丹麦和挪威等国家实施过这种货币制度。其内容如下。

(1) 规定本国货币的含金量，既不发行金币，也不储藏用于对外支付的黄金。

(2) 国内不流通金币，只能流通有法定含金量的纸币。

(3) 纸币不能直接兑换黄金，只能兑换成外汇，外汇可以在国外兑换成黄金。

(4) 实行金汇兑制的国家将本国货币同另外一个实行金本位制国家的货币保持固定比价，并在该国存放外汇和黄金作为储备金，间接地将本国货币和黄金联系起来，体现了小国对大国的依附关系。

(5) 禁止黄金自由输出，黄金的输出输入由中央银行办理。

在金汇兑本位制度下，国家虽然规定了货币的含金量，但流通中的货币是不能与黄金保持兑换的纸币，黄金已不能发挥自发调节货币流通的作用，使货币流通失去了调节机制和稳定的基础，从而削弱了货币制度的稳定性。如果纸币流通量超过了流通对货币的需要量，就会发生货币贬值。假如国家为弥补财政赤字而大量发行纸币，就会引起通货膨胀，导致物价上涨，影响经济发展。实行金汇兑本位制度的国家，其货币与某大国货币保持固定比价，其对外贸易和金融政策必然受到与之相联系国家货币政策的影响和控制。因此，金汇兑本位制是一种削弱了的极其不稳定的金本位制。

1929—1933年的世界经济危机中，国际社会对英镑失去信心，迫使英国放弃金块本位制度；美国先后出现证券危机和信用危机，大批银行倒闭，大量黄金外流，迫使美国放弃金币本位制度，以美国纸币流通；随后法国、比利时、意大利、捷克、瑞士等国组成的黄金集团也不得不放弃了金汇兑本位制度，致使国际金本位制度彻底瓦解，维持了120年的国际金本位制推出了历史舞台。

9.2.3 国际金本位制度的特点

国际金本位体系有3个显著特点：①黄金作为最终清偿手段。黄金是“价值的最后标准”，充当国际货币。②汇率体系呈现为严格的固定汇率制度。在金本位制度下，每对货币汇率的法定平价决定于它们之间的铸币平价，市场汇率的波动以黄金输送点为界限。在金本位制度下，汇率波动的幅度是自动而不是靠人为措施维持的。只要外汇市场上汇率超过

了黄金输送点，如美元/英镑汇率大于 2.414 4，在外汇市场上英镑需求大于供给，对美国债务人来说，偿还同样数量的英镑债务，直接输出黄金将比在外汇市场购买英镑更便宜，这使外汇市场上英镑需求下降，从而汇率下降，这种行为将一直持续到市场汇率等于 2.414 4。类似，当外汇市场汇率低于黄金输入点，如美元/英镑汇率小于 2.385 6，在外汇市场上，英镑供给大于需求，对本国债权人来说，了结同样数量的美元债权，直接输入黄金比先收取英镑再在外汇市场兑换美元获利更大，这使外汇市场上英镑供给下降，从而汇率上升，直到市场汇率等于 2.385 6。可见，在金本位制度下，由于黄金可以自由地在国家之间运送，外汇市场上外汇供求之间的差距不会很大，外汇汇率虽可能偏离铸币平价，但不会超越黄金输送点的界限。在国际金本位体系盛行的 35 年间，英国、美国、法国、德国等主要资本主义国家间汇率十分稳定，从未发生过升、贬值波动。③该体系是一个松散、无组织的体系。国际金本位体系没有一个常设机构来规范和协调各国的行为，没有各国货币会议宣告成立金本位体系，但是各国通行金本位体制，遵守金本位的原则和惯例，因而构成一个体系。

9.2.4 国际金本位制度的作用

总体看，国际金本位制度是一种比较稳定国际货币体系，对于当时世界经济的发展起到了一定的积极作用：

在国际金本位制度下，各国货币直接与黄金挂钩，各国货币都规定了含金量，有效控制了通货膨胀；黄金可以自由买卖、自由输入输出，因而对国际收支的平衡可以起到自动调节作用；货币汇率以铸币平价为基础，其变动只限于黄金输送点的界限以内，因而汇率一般比较稳定，汇率的稳定有助于消除国际经济中的不确定因素，促进国际贸易和国际金融的发展；实行金本位制的国家把对外收支平衡作为经济政策的首要目标，把国内平衡放在次要地位，并服从于对外收支平衡的需要，因而各国的经济政策易于协调。

国际金本位制的消极作用：

国际货币秩序呈金字塔形，当时，英国处于世界经济和金融实力最强的塔尖。利用国际间广泛使用英镑和伦敦作为国际金融活动中心的地位，英国获得了控制世界金融的特权，英国的货币政策影响和支配着其他国际的货币金融活动，这种货币关系给英国带来了巨大的利益。由于缺少监督，国际收支顺差可以将黄金的流入积累起来，将盈余冻结以获得更大的盈余，这样的国际收支调节就要全部靠逆差国通过国内紧缩来实现。而一国发生紧缩，又会加速其他国家经济的衰退，引起各国经济普遍的紧缩。因此，国际金本位制度有着明显的紧缩倾向。

9.2.5 国际货币集团和货币区

金本位制度崩溃后，资本主义国家进入一种无序的、几个货币集团引领的阶段，这一时期没有统一的国际货币体系，这种状态一直持续到二战结束。

货币集团是一些国家联合组织的排他性货币联盟或货币区。通常以某个资本主义大国的货币为中心，集团内各国都与这个大国的货币挂钩，保持固定比价，在货币兑换、结算及黄金外汇储备等方面实行由大国规定的统一货币、信贷政策和管制办法。

20 世纪 30 年代建立的货币集团主要有英镑集团、法郎集团和美元集团。

英镑集团(后成为英镑区)是最早形成的货币集团，是以英国英镑为中心的排他性货币集团，参加英镑集团的国家和地区是英联邦国家、所有英国海外殖民地、“保护国”、“保护地”和托管地，以及和英国有密切联系的国家。英镑区的货币制度维持到 20 世纪 50 年代末，随着英属殖民地相继取得政治独立，英镑区一些大国经济也进一步独立，1972 年英镑区缩小到英国本土和爱尔兰。1978 年，爱尔兰货币参加欧洲货币体系后，英镑区不复存在。

1939 年法国联合殖民地、托管地国家组成法郎集团，二战后改为法郎区。法郎区以法国法郎为中心，由法国和使用“中非金融合作法郎”的中非 5 国和使用“非洲金融共同体法郎”的西非 8 国等组成。

美元集团是以美元为中心的排他性货币集团，由美国、菲律宾、加拿大等国家组成，成立于 1934 年，1939 年发展成美元区。1973 年布雷顿森林体系宣布固定汇率制度崩溃后，美元在国际上使用比重有所缩小，但美元区仍基本维持。

各个货币区的发展过程和组织管理各有不同，但却具有以下的共同特征：

(1) 货币区内各国货币汇率都钉住主导国货币并维持其比价。

(2) 货币区内各国之间的结算都要通过主导国货币进行。

(3) 货币区内各国之间资金移动不受限制，对区外的资金移动，则须报经批准。

(4) 货币区内各国的黄金、外汇储备，必须按货币区规定的比例，交给货币主导国中央银行集中保管。

9.3 布雷顿森林体系

二战使资本主义国家间的力量对比发生了重大变化。德国、意大利、日本是战败国，国民经济破坏殆尽。英法虽然胜利，但工农业也遭到了严重破坏，经济实力大大削弱。只有美国远离战场，国家经济没有遭到破坏，反而大发战争财，政治、经济、军事等方面都取得了绝对优势。为了重建国际金融新秩序，尽快恢复各国经济的发展，需要一种新的国际货币体系。

9.3.1 布雷顿森林体系的建立

二战改变了世界政治经济格局，资本主义和社会主义两种社会制度在政治、经济、文化、军事领域开始全面竞争，冷战促进了西方国家的团结合作。美国凭借为盟国提供军火一跃成为世界第一大国，依仗其雄厚的经济实力试图取代英国的金融霸主地位，而英国自然不愿轻易拱手相让，英镑区和帝国特惠制依然如故，国际贸易 40%依然用英镑结算，英镑仍然是主要的国际储备货币。

为了克服战后混乱的国际货币关系同国际贸易发展间的矛盾，第二次世界大战末期，美、英两国开始着手拟定战后的国际货币体系方案。1943 年 4 月 7 日，英美两国政府分别在伦敦和华盛顿同时公布了“凯恩斯计划”(keynes plan)和“怀特计划”(white plan)。

1. “凯恩斯计划”

“凯恩斯计划”是英国著名经济学家、英国财政部顾问凯恩斯拟订的“国际清算同盟计划”，主要内容如下。

(1) 建立“国际清算同盟”，相当于世界银行。

(2) 会员国中央银行在“国际清算同盟”开立往来账户，各国官方对外债权债务通过该账户用转账办法来清算。

(3) 顺差国将盈余存入账户，逆差国可按规定的份额向“国际清算同盟”申请透支或者提存。

(4) “国际清算同盟”账户的记账单位为“班科”(Bancor)，以黄金记值。会员国可用黄金换取“班科”，但不可以用“班科”换取黄金。

(5) 各国货币以“班科”标价，非经“国际清算同盟”理事会批准不得变更。

(6) 会员国在“同盟”的份额，以战前 3 年进出口贸易平均额的 75%计算。

(7) “国际清算同盟”总部设在伦敦和纽约，理事会会议在英美两国间轮流举行。

凯恩斯计划符合英国利益。基于当时英国的困境，英国的经济实力无法与美国抗衡，为避免因黄金储备匮乏可能导致的英国对外贸易萎缩，尽量贬低黄金的作用，力图乘重建国际货币体系之机，借助美国巨额贷款来恢复元气，重振经济，计划实质是企图同美国分享国际金融霸主的地位。

2. “怀特计划”

“怀特计划”是美国财务部长助理怀特提出的“联合国平准基金计划”，主要内容如下。

(1) 以基金制为基础。基金至少为 50 亿美元，由会员国按规定的份额缴纳。份额多少根据会员国的黄金外汇储备、国际收支及国民收入等因素决定。

(2) 基金货币与美元挂钩。基金规定使用的货币单位为“尤尼它”(Unita)，1 尤尼它＝10 美元，含金量为 137 格令(1 格令＝0.064 8 克纯金)。

(3) 表决权取决于会员国缴纳的份额。各会员国在基金组织里发言权与投票权同缴纳的基金份额成正比。

(4) 稳定货币汇率。会员国货币都要与“尤尼它”保持固定比价，不经基金会员国 3/4 的投票权通过，会员国货币不得贬值。

(5) 取消外汇管制、双边结算和复汇率等歧视性措施。

(6) 调节国际收支。对会员国提供短期贷款，解决国际收支逆差。

(7) 基金办事机构设在拥有最多份额的国家。

“凯恩斯计划”和“怀特计划”虽然都以设立国际金融机构、稳定汇率、扩大国际贸易、促进世界经济发展为目的，但两者运营方式不同。怀特计划企图通过美国控制“联合国平准基金”，通过基金使会员国的货币钉住美元。这个计划还立足于取消外汇管制和各国对国际资金转移的限制。“怀特计划”符合美国利益。美国凭借二战期间积累起来的雄厚经济和金融实力，企图利用重建国际货币体系的机会来夺取国际货币金融霸权，以便于对外进行经济扩张和资本输出。

“怀特计划”的基金方案击中了英国黄金短缺的要害，而英国凭借帝国特惠制的存在及当时国际贸易 40%仍用英镑结算的有利条件，力争通过透支方案来克服英国的国际收支逆差。但由于英国在经济和军事等方面的实力不如美国，双方于 1944 年 4 月达成了基本反映“怀特计划”的“关于设立国际货币基金的专家声明”。

1944 年 7 月，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林举行由 44 国代表参加的联合国货币

金融会议(简称布雷顿森林会议)。会议签订了《国际货币基金组织协定》、《国际复兴开发银行协定》，确立了以美元为中心的国际货币体系，即布雷顿森林体系。1945 年 12 月，国际复兴开发银行(世界银行)成立。世界银行作为国际货币体系的辅助机构在促进发展中国家经济发展，摆脱长期贸易收支或国际收支逆差方面起到了非常重要的作用。

9.3.2 布雷顿森林体系的内容

布雷顿森林体系实际上是一种以“黄金—美元”的国际金汇兑本位制度，但与二战前比，内容有所区别，主导货币只有美元，加之国际货币基金组织的协调作用，美元的作用得到了进一步的突出和加强：

1. 各国货币比价的确定

美元直接与黄金挂钩，规定 1 盎司黄金＝35 美元，各国政府或中央银行随时可用美元向美国按官价兑换黄金；其他国家货币与美元挂钩，规定与美元比价，从而实现间接与黄金挂钩的“双挂钩”体制。各国货币与美元保持固定汇率，实行可调节的钉住汇率制度。各国货币对美元的波动幅度为 1%上下，各国当局有义务在外汇市场上进行干预以保持汇率的稳定。当出现国际收支不平衡时，经国际货币基金组织批准可以进行汇率调整。

2. 各国货币的兑换与国际支付结算的原则

任何会员国对其他会员国在经常项目往来中积存的本国货币，双方若为支付经常项目而要求兑换时，应以黄金或对方货币换回本国货币。由于各国立即普遍实行货币自由兑换原则是不现实的，协议又对“过渡期”作了有关规定。关于国际支付和国际结算的原则，协议规定会员国未经国际货币基金组织同意，不得对国际收支经常项目的支付或清算加以限制。

3. 国际储备资产的确定

实施外汇与黄金并重，共同构成国际储备资产，协定关于货币平价的规定，美元处于黄金等同的地位，成为各国外汇储备中最重要的国际储备货币。

4. 国际收支的调节

国际货币基金组织会员国份额的 25%以黄金或可兑换成黄金的货币缴纳，另外 75%以本国货币缴纳。会员国发生国际收支逆差时，可用本国货币向国际货币基金组织按规定程序购买或者借贷一定数额的外汇，并在规定时间内以购回本国货币的方式偿还借款。会员国所缴纳的份额越大，得到的贷款越多。贷款仅限于会员国用于弥补国际收支赤字，即用于经常项目支付。

5. 成立国际货币基金组织

建立了一个永久性的国际金融机构，即国际货币基金组织。

国际货币基金组织的宗旨是促进国际货币合作；促进国际贸易和投资的均衡发展，提高会员国的就业和实际收入水平，扩大生产能力；促进汇率稳定，维护正常汇兑关系，借以避免竞争性货币贬值；建立多边支付体系，设法消除外汇管制；为会员国提供资金融通，纠正国际收支失衡；缩小或减少国际收支赤字或盈余的扩大。

布雷顿森林体系中，美元可以兑换黄金和各国实行固定汇率制度是这一货币制度的两大支柱，国际货币基金组织则是这一货币体系正常运转的中心机构，它具有管理、信贷和协调三方面的职能。

9.3.3 布雷顿森林体系的作用

布雷顿森林体系的形成结束了二战前国际货币金融领域里的混乱局面，维持了战后世界货币体系的正常运转。

1. 缓解了国际收支危机，促进了世界经济的发展

布雷顿森林体系形成后，国际货币基金组织和世界银行的活动对世界经济的恢复和发展起到了积极作用。一方面，国际货币基金组织提供的短期贷款暂时缓和了国际收支危机。战后初期，很多国家由于黄金外汇储备枯竭，纷纷实行了货币贬值，造成国际收支困难，国际货币基金组织的贷款不同程度帮助解决了这一问题。另一方面，世界银行提供和组织的长期贷款不同程度地解决了会员国战后恢复和发展经济的资金需求。世界银行成立初期，贷款主要集中在欧洲国家，后来世界银行的贷款主要转向发展中国家的资金需要。另外，资金组织和世界银行在提供技术援助、建立国际经济货币的研究资料及交换资料情报等方面对世界经济的恢复和发展也起到一定作用。

2. 保证了国际货币关系的相对稳定，促进了国际贸易的发展

美国通过赠予、信贷、购买外国商品和劳务等形式，向世界散发了大量美元，客观上起到了扩大世界购买力的作用，同时，固定汇率制度在很大程度上消除了由于汇率波动引起的动荡，有利于国际贸易的发展。据统计，世界出口贸易总额的年均增长率 1948—1960 年为 6.8%，1960—1965 年为 7.9%，1965—1970 年为 11%，而战前 1913—1948 年年均仅为 0.7%。

3. 有助于生产和资本的国际化，促进各国国内经济的发展

汇率相对稳定避免了国际资本流动中的汇率风险，有利于国际资本的输入和输出。同时，为国际融资创造了良好环境，有助于金融业和国际金融市场发展，为跨国公司的生产国际化创造了条件。金本位制度下，各国注重外部平衡，国内经济往往带有紧缩倾向。在布雷顿森林体系下，各国一般偏重内部平衡，国内经济比较稳定，国内经济危机和失业较战前有所缓和。

9.3.4 布雷顿森林体系的崩溃

这个以美元为中心的国际货币体系在较长时间内得以顺利运行，与当时美国的经济实力和充足的黄金储备是分不开的。以美元和黄金为基础的金汇兑本位制度要维持必须具备 3 个基本条件：一是美国的国际收支保持顺差，美元汇价稳定；二是美国的黄金储备充足，可以履行美元兑换黄金的有限兑换义务；三是黄金价格维持在 35 美元上下一盎司的官价水平。一旦这 3 个条件无法满足，布雷顿森林体系必然处于危机中。从布雷顿森林体系瓦解的过程看，就是美元危机不断爆发—拯救—再爆发直至崩溃的过程。

20 世纪 40 年代末，美国经济实力空前增强，1949 年，美国拥有当时资本主义国家黄金储备总量的 71%，达 245.6 亿美元。50 年代初美国发动朝鲜战争，海外军费剧增，美国的国际收支由顺差转为逆差，黄金储备开始流失。50 年代中后期，美国援助欧洲的“马歇尔计划”、驻外军费开支及推行低利率的政策等，导致大量美元资本外流。1960 年美国的黄金储备下降到 178 亿美元。而二战后，西欧和日本经济逐渐恢复，进入迅速发展时期，出口大幅增长，国际收支由逆差转为顺差，从而爆发了第一次美元危机，国际金融市场掀起了抛售美元抢购黄金的风潮。美国、西欧各国及国际货币基金组织先后采取了许多措施进行补救：

(1) 美国和西欧 7 国拿出 2.7 亿美元的黄金组成“黄金总库”，以平抑国际市场的金价涨势和维持美元的中心地位，但因美元信用日趋下降，金价只涨不跌，“黄金总库”如杯水车薪，无以应付抢购黄金的风潮，于 1968 年 3 月被迫解散。

(2) 美国等 10 个工业国家签订借款总安排，筹集 60 亿美元，借款给面临国际收支危机的国际货币基金组织会员国，但实际上是美国借用其他 9 国货币，以缓解美元危机和维持国际货币体系正常运转。

(3) 美国先后同 14 个工业国签订“货币互换协定”，以优惠汇率相互提供货币，以稳定外汇市场，虽也提高了兑付能力，但难以遏制美元汇价日下的趋势。

(4) 实行“黄金双价”，美国不再以官价向黄金市场提供黄金，任凭黄金市场金价自由涨落，但各国政府仍可按黄金官价向美国兑换，二价背离，美元实际上已经贬值，加强了黄金—美元本位制度的瓦解。

(5) 创设特别提款权。这是国际货币基金组织配给会员国的一种特别使用资金的权利，创立时与美元等值，但不能兑换黄金，俗称“纸黄金”，可作为国际储备，也能用于会员国之间的国际结算。美国分到的特别提款权最多，增强了其应付国际收支逆差的能力和减少了黄金储备的流失。

美元危机严重动摇了美元的国际声誉。20 世纪 60 年代初期，美国卷入越南战争，国际收支进一步恶化，黄金储备不断减少，外债急剧增加，美元危机再次爆发。70 年代后，美国经济状况继续恶化，1971 年 5 月爆发了新的美元危机，美国的黄金储备降至 102 亿美元，不及其短期债务的 1/5。1971 年 8 月 15 日，美国政府宣布停止履行美元兑换黄金的义务，切断了美元与黄金的兑换义务，从根本上动摇了布雷顿森林体系。频繁爆发美元危机的根本原因是对美元与黄金之间可兑换性的怀疑，由此引发大量投机性资金在外汇市场抛售美元。虽然每次美元危机爆发后，美国和其他国家都采取了相互提供贷款、限制黄金兑换、美元贬值等一系列协调措施，但是这些都不能从根本上解决“特里芬难题”所揭示的布雷顿森林体系的制度缺陷。1971 年 12 月，“十国集团”在美国华盛顿召开了财长和央行行长会议，签署了“史密森协议”，允许美元公开贬值和美元停止兑换黄金，其目的仍是拯救美元危机，稳定以美元为中心的布雷顿森林体系，但事与愿违。1973 年 2 月再度爆发的美元危机，黄金市价一度涨到每盎司 96 美元，西方各国相继实现浮动汇率制度，让布雷顿森林体系彻底崩溃了。布雷顿森林体系发展概况见表 9-2。

表 9-2 布雷顿森林体系发展概况

布雷顿森林体系的建立	美元同黄金挂钩，各国货币同美元挂钩；美元补充黄金，等同黄金，作为世界清偿力的主要来源
布雷顿森林体系下的美元两难	世界经济增长对世界货币的需要，美元供应必须不断增长；美元供应的不断增长，使美元同黄金按固定比价的兑换性难以维持
布雷顿森林体系下的美元危机	美元危机是指美元按固定比价与黄金保持兑换性的危机，或指人们怀疑美元的兑换性，由此引发抛售美元的危机
第一次危机的拯救	用“借款总安排”和“互惠信贷协议”使其他货币补充美元，来维持布雷顿森林体系的固定汇率，也是日后出现多种储备货币体系的萌芽；“黄金总库”旨在用其他国家的黄金来补充美国的黄金，维持美元—黄金本位制度
第二次危机的拯救	“黄金双价制”旨在拯救“黄金—美元”为中心的布雷顿森林体系，但同时又意味着该体系的局部崩溃；特别提款权旨在节约黄金和美元，补充黄金和美元，使黄金—美元本位向黄金—美元/特别提款权本位转变
第三次危机的拯救	终止美元与黄金的兑换，意味着布雷顿森林体系的崩溃；史密森协议是挽救固定汇率制度的最后一次尝试

资料来源：姜波克. 国际金融新编[M]. 上海：复旦大学出版社，2005.

9.3.5 布雷顿森林体系的局限

1960 年美国经济学家罗伯特·特里芬在其《黄金与美元危机》一书中提出“由于美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，美元虽然取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国来说会发生长期贸易逆差；而美元作为国际货币的前提是必须保持美元币值的稳定与坚挺，这要求美国必须是一个长期保持贸易顺差的国家。这两个要求互相矛盾，因此是一个悖论。”这一内在矛盾称为“特里芬难题”。也就是说无论美国的国际收支是赤字还是盈余，都会给这一国际货币体系的运行带来困难。

9.4 牙买加体系

9.4.1 牙买加体系的形成

布雷顿森林体系崩溃后，国际货币金融领域又进入动荡混乱的状态。美元的国际地位不断下降，国际储备呈现多元化，许多国家实行浮动汇率制度，全球性国际收支失衡日益严重，西方发达国家之间、发达国家与发展中国家之间矛盾空前激化。

1976 年 1 月，国际货币基金组织的临时委员会在牙买加首都金斯敦举行会议，讨论修订《国际货币基金组织协定》的条款。1976 年 4 月，国际货币基金理事会通过了《国际货币基金组织协定》修改草案，交送各国完成立法审批手续。1978 年 4 月 1 日，修改后的《国际货币基金组织协定》正式生效，这就是著名的《牙买加协定》，它标志着国际货币体系迈进了一个新阶段。

1969 年，国际货币基金组织创设特别提款权是对国际货币基金条款的第一次修改，《牙

买加协定》则是对国际货币基金条款的第二次修改，反映了国际货币体系的内容与变化。

9.4.2 牙买加体系的内容

牙买加体系是以美元为中心的国际储备多元化和浮动汇率体系，人们认为牙买加体系是一个“非体系的体系”，主要内容如下。

1. 承认浮动汇率制度的合法性

《牙买加协定》正式确认了浮动汇率制度的合法化，承认固定汇率制度与浮动汇率制度并存的局面，成员国可自由选择汇率制度。同时国际货币基金组织继续对各国货币汇率政策实行严格监督，并协调会员国的经济政策，促进金融稳定，缩小汇率波动范围。

2. 推行黄金非货币化

黄金不再作为各国货币定值标准；取消黄金官价，会员国中央银行可按市价自由进行黄金交易；取消会员国相互之间及会员国与国际货币基金组织之间须用黄金清算债权债务的规定，国际货币基金组织逐步处理其持有的黄金。

3. 增强特别提款权的作用

提高特别提款权的国际储备地位，并作为各国货币定值的基础。扩大其在国际货币基金组织一般业务中的使用范围，凡参加特别提款权账户的国家可通过账户用特别提款权偿还所欠国际货币基金组织的债务和相互间的借贷。

4. 增加会员国基金份额

会员国的基金份额由原来的 292 亿特别提款权增加至 390 亿特别提款权，增幅达 33.6%。各会员国应缴份额所占比重有所改变，主要是石油输出国组织的份额增加，份额修订的结果是，发达国家的投票权与发展中国家比较相对减少了。

5. 扩大信贷额度，以增加对发展中国家的融资

用出售黄金超过官价部分的所得建立信托基金，对人均国民收入不足 300 特别提款权的发展中国家提供援助，解决其国际收支困难。扩大信用贷款额度，由原来占会员国份额的 100%增加到 145%；放宽出口波动补偿贷款，放松贷款条件，延长偿还期限，帮助国际收支持续逆差的国家。

9.4.3 牙买加体系的作用

1. 储备货币多元化，缓解清偿能力不足

以美元、德国马克、日元和特别提款权为主要国际储备，为国际经济提供了多种清偿货币。多元化的储备结构摆脱了布雷顿森林体系下各国货币与美元挂钩的僵硬关系，缓解了储备贬值的风险，在较大程度上解决了储备货币供不应求的矛盾，促进了世界经济的发展。

2. 灵活的汇率体系有助于世界经济发展

多样化的汇率安排适应了多样化的、不同发展水平的各国经济，为各国维持经济发展与稳定提供了灵活性与独立性，同时有助于保持国内经济政策的连续性与稳定性。

3. 多种渠道并行，使国际收支的调节更为有效与及时

牙买加体系还通过国际货币基金组织、国际商业银行和国际金融市场等多种机制灵活调节国际收支，在一定程度上缓解了布雷顿森林体系调节失灵的困难，更加符合市场运作规律。

9.4.4 牙买加体系的评价

随着国际经济关系的发展变化，20 世纪 90 年代开始，这一国际货币体系的弊端也日益凸显。由于储备货币多样化和汇率安排的多样化，货币危机和国际金融危机的来源也随之变得多样化。

1. 汇率波动频繁，不利于世界经济发展

尽管牙买加体系的汇率是管理浮动，但由于国际收支失衡、短期资本大量流动、各国通胀率的巨大差异和金融政策的不协调，汇率仍会频繁波动，不仅对进出口贸易产生不利影响，也会导致国际投资风险加大和外债问题复杂化。汇率经常下浮，会导致物价上涨，引发通货膨胀。汇率波动频繁，会助长国际投机，使金融市场动荡。

2. 多元化国际储备货币管理的复杂性

多元化的储备体系具有内在不稳定性。浮动汇率制度下，多种储备货币的汇率经常波动，对经济基础薄弱的发展中国家很不利，往往成为各种游资最早、最直接的攻击对象。为了保证国际货币体系的正常运转、避免外汇储备风险，各国央行不得不小心地协调多种货币比重。

3. 缺乏有效的国际收支调节机制

牙买加体系希望通过汇率的浮动形成一个有效和灵活的国际收支调节机制，但它并没有吸取布雷顿森林体系的教训，建立制度来约束或帮助逆差国恢复国际收支平衡。国际收支调节任务仍然部分落在逆差国身上，如美国在发生经常账户逆差时，通常是通过引进短期资金来平衡，而不愿意调整汇率或紧缩国内经济，于是各国纷纷效仿。但是美国是储备货币发行国，只要发行美元就能偿还外债，而其他非储备货币发行国则不能这样做。由于发生经常账户逆差的国家大多数是发展中国家，外汇短缺问题本来就很严重，如果不想发生债务危机，就只能紧缩国内经济，这样一来就会使刚刚起步的经济处于停滞，所以又得依靠外债来解决，从而沦为重债国。

4. 国际金融市场监管机制严重滞后于市场发展

20 世纪 80 年代以来，金融自由化使世界金融市场的流动性增加，信息技术的飞速发展，新兴市场的迅速崛起为资本在全球范围内寻求最佳回报创造了有利环境，资本跨国流动达到了空前的规模和速度。面对高度一体化和日益庞大的国际金融市场，不受约束的资本流动，以及极具破坏力的国际游资，若想保证国际金融市场的正常运转必需有一套有效的监管机制。然而现有的监督机制较为松散，缺乏法律上的约束力，恶意操纵和扰乱市场以牟取暴利的投机者有机可乘，1994 年墨西哥金融危机、1997 年亚洲金融危机及发达国家金融市场的动荡表明，进一步改革国际货币体系，建立合理而稳定的国际货币新秩序势在必行。

9.5 欧洲货币一体化

20 世纪 60 年代初期，美国哥伦比亚大学教授罗伯特·蒙代尔提出最适度货币区的概念。蒙代尔设想将世界分为若干货币区，各区域内采用共同货币或固定汇率制度，不同货币区域之间实行浮动汇率制度。最适度货币区内的国际经济发展水平应当相近，通货膨胀率大体相同，更重要的是要素的自由流动。最适度货币区形成后，由于在区内国家之间消除了汇率浮动对相互贸易和投资产生的不确定性，从而可以促进区内国家的生产专业化、区内贸易和区内投资，进而刺激区内国家的经济增长和规模经济。这就是“欧元之父”蒙代尔的“最适度货币区理论”。当年他曾表示，鉴于欧洲国家逐渐走向一体化，因此组成共同货币同盟对欧洲的发展最为有利，这一区域内所有国家将发现采取单一货币比沿用本国货币更为方便。1999 年 1 月 1 日欧元正式启动，这是蒙代尔“最适度货币区理论”的直接体现。

9.5.1 欧洲货币体系的产生背景

欧洲货币一体化最早可追溯到 1950 年欧洲支付同盟的诞生。支付同盟规定：参与国在所有的清算中都要采用一种货币；欧洲内部贸易的不平衡由一个多边机构来统筹；顺差国向支付同盟提供自助信贷，再由支付同盟提供给逆差国。但后来由于种种原因，1958 年这一同盟被欧洲货币协定取代，但它为欧洲货币一体化的发展提供了很多经验。

1958 年 1 月 1 日，法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡西欧 6 国为了加强政治和经济合作成立了欧洲经济共同体(european economic community，EEC)，又称“共同市场”。1973 年，英国、爱尔兰、丹麦加入，成员国扩大到 9 国；1981 年，希腊加入，扩大为 10 国；到 1986 年，西班牙、葡萄牙加入，欧共体成员国增加到 12 个。欧共体成立后在经济一体化方面的主要措施是建立关税同盟，对内取消工业品关税，对外实行统一进口关税；实行共同的农业政策，内部主要农产品统一价格，基本取消内部农产品关税，成员国间实现农产品自由流通；建立“欧洲经济和货币同盟”(EEMU)，逐步统一财政、经济政策和逐步实现成员国货币统一。

为了巩固和发展经济一体化，摆脱对美元的严重依赖和美元危机的不利影响，欧共体深感有必要进一步加强货币合作。1971 年 2 月 19 日，欧共体国家 6 国部长级会议通过宣告成立“欧洲经济和货币同盟”。但是 1973 年欧洲石油危机和 1974 年的西方经济危机使各成国忙于应付自身的经济问题，“欧洲经济和货币同盟”的计划未能完全实施，但是它对日后的欧洲货币体系的建立打下了很好的基础，如实行的“蛇形浮动”汇率制度，对内是固定汇率，对外是联合浮动；建立的欧洲货币合作基金和欧洲记账单位等。

欧洲货币联盟的第二阶段是欧洲货币体系的建立与发展，是欧洲货币联盟进程的一个新阶段。1978 年 4 月，在哥本哈根召开的欧共体首脑会议提出建立欧洲货币体系的提议，同年 12 月 5 日，欧共体各国在布鲁塞尔达成协议，自 1979 年 1 月 1 日起正式实施欧洲货币体系协议。

9.5.2 欧洲货币体系的内容

欧洲货币体系主要由3部分组成。

1. 欧洲货币单位

欧洲货币单位是欧洲货币体系的核心，由欧共体12个成员国货币组成一个“货币篮子”，类似于特别提款权，由欧共体各成员国的货币组成。每种货币在欧洲货币单位中所占的比重，是根据各国在欧共体内部贸易总额以及GDP中所占份额加权平均计算的。这种方式计算出来的欧洲货币单位具有价值稳定的特点。这种计算方法也决定了在欧洲货币单位中，德国马克、法国法郎和英镑是最为重要的3种货币，其中德国马克所占比重最大，德国马克汇率的升降对欧洲货币单位的升降具有决定性影响。根据规定，欧洲货币单位成员国货币权数每5年调整一次，若任何一国货币的变化超过25%时，则可随时对权数进行调整。

欧洲货币单位的创设是欧洲货币体系与联合浮动的最大区别，其发行有着特定的程序。在欧洲货币体系成立之初，各成员国将各自20%的黄金储备和20%的外汇储备交付给欧共体的欧洲货币合作基金，基金则以互换形式向成员国发行数量相当的欧洲货币单位，其中，黄金储备按6个月前的黄金平均市场价格或按前一个营业日的2笔定价的平均价格计算，美元储备则按市场汇率定值。

欧洲货币单位的作用：

(1) 作为决定成员国货币中心汇率的标准。成员国在确定货币汇率时，以欧洲货币单位为依据，其货币与欧洲货币单位保持固定比价，再由中心汇率套算出同其他成员国货币的比价。

(2) 作为成员国之间的清算手段、信贷手段及外汇市场的干预手段。

(3) 逐步成为各国货币当局的储备货币。

由于欧洲货币单位价值稳定，在国际金融领域中的地位日益增强，在债券发行、外汇买卖、国际结算中日益成为一种国际性货币。

2. 稳定汇率机制

欧洲货币体系实行双重汇率机制，在成员国之间实行固定汇率，对非成员国实行联合浮动汇率，特别之处在于用两种汇率机制来稳定汇率。稳定汇率机制是欧洲货币体系的核心组成部分。根据该机制安排，汇率机制的每一个参加国都确定本国货币同欧洲货币单位的固定比价，即确定一个中心汇率，再由中心汇率套算出同其他参加国货币之间的比价。并不是所有欧共体成员国都参加了稳定汇率机制，如英国1973年加入欧共体，但于1990年加入稳定汇率机制，又于1992年与意大利一起退出这一汇率机制。

稳定汇率机制通过对各国货币当局在外汇市场上的强制性干预，使各国货币汇率的波动限制在允许的幅度内。如果两种货币的汇率达到允许波幅的上限或者下限时，弱币国的货币当局必须买入本币以阻止其进一步贬值，相应地，强币国的货币当局也必须卖出本币以阻止其继续升值。通过这种对称性的市场干预，欧共体得以实现汇率机制的稳定。

3. 欧洲货币合作基金

为了保证欧洲货币体系的正常运转，欧共体于1979年4月设立了欧洲货币合作基金，

集中起成员国各 20%的黄金储备和外汇储备，作为发行欧洲货币的准备。由于各国储备数量以及美元和黄金价格处于变动中，该基金每隔一段时间便要重新确定其金额。

欧洲货币合作基金的作用主要是向成员国提供相应贷款，帮助成员国进行国际收支调节和外汇市场的干预，保证欧洲汇率机制的稳定。欧洲货币合作基金给成员国提供的贷款种类因期限而有所不同：期限最短的 45 天以下，只向稳定汇率机制参加国提供；9 个月以下的短期贷款，用于帮助成员国克服短期国际收支失衡问题；中期贷款为 2～5 年，用于帮助成员国解决结构性国际收支问题。通常在向成员国提供贷款时候，还要附加一定条件。

9.5.3 欧洲货币体系稳定汇率机制的运行情况

欧洲货币单位是欧洲汇率机制的中心，各国货币间的汇率与其于欧洲货币单位的中心汇率为基础，形成一个网状的平价体系，从而为稳定汇率机制规定的运行框架。

除欧洲货币体系成立之初对各国货币汇率做出的最大波幅限制以外，1978 年 7 月欧共体布莱梅首脑会议上制定的偏离指标也是稳定汇率机制的重要组成部分。该指标表示的是一国货币汇率与中心汇率的偏离程度，在欧洲汇率机制中发挥着预警作用。

当成员国货币汇率偏离界限而又无法通过外汇市场干预和其他相关政策纠正时，就必须对整个平价体系做出调整。截至 1998 年 3 月 14 日，欧洲货币体系的中心汇率和平价体系已经调整了 55 次。1992 年 9 月，意大利里拉和英镑退出了汇率机制，成为独立浮动货币。

如果暂不考虑 1992 年的欧洲货币体系危机，则欧洲稳定汇率机制的运行基本还是成功的。首先，它促进了成员国之间的汇率稳定，除去发生危机的特殊时期，欧洲货币体系中心汇率的调整频率要远远低于联合浮动阶段。这一稳定汇率的作用为将来货币联盟实施不可调整的固定汇率制打下了基础。其次，汇率机制的稳定有利于成员国之间通货膨胀差异的缩小和经济政策协调状况的改善，各国在 1999 年前的几年在经济指标趋同方面表现出来的进步就是很好的说明。最后，稳定汇率机制扩大了欧洲货币单位在官方领域和私人领域的使用范围和使用程度，为最终发行单一货币创造了条件。

但是这一机制的运行也不是一帆风顺的，各国在经济发展方面的现实差异、经济和货币政策协调方面的欠缺，以及在是否愿意让渡货币主权方面的态度变化，都对欧洲货币体系及其汇率机制的运行形成冲击。1992 年 9 月爆发的危机是欧洲货币体系成立以来最大的一次危机，造成这次危机的主要原因是各国经济政策内外目标上的差异及其政策的不协调。

我们都知道，德国在欧洲货币体系中占据举足轻重的地位，其政策在很大程度上会影响欧洲货币体系的运行。20 世纪 90 年代初，联邦德国为实现两德统一和复兴原民主德国的经济投入了巨额资金，财政赤字和货币发行明显增加，国内通货膨胀压力显著增强。尽管当时德国和西欧国家一样也处于经济萧条之中，失业率很高，经济增长率很低，罢工潮迭起。但德国政府历来都把通货膨胀作为头号敌人，因此，德国的物价一直十分稳定。为了压制通货膨胀的压力，德国政府不顾其他国家强烈反对，于 1991 年开始调高央行的贴现率，经过几次调整，贴现率调整到了 8.8%，给其他西欧国家造成很大压力。而西欧其他国家为了摆脱萧条，刺激本国经济复苏，先后调低利率，但结果却使资金从这些国家流入利率相对较高的德国，形成了德国马克坚挺的局面。这样，西欧国家便面临两难选择，即若要维持其货币与德国马克和欧洲货币单位的固定比价，维持欧洲货币体系的稳定汇率制度，就必须调高利率；若要刺激本国经济复苏，就要通过降低利率来实现，又必须被迫使其货

币对德国马克贬值。经过一段时间的挣扎、协商和协调干预，英国和意大利终于抵挡不住外汇市场的强大压力，不得不于 1999 年 9 月 13 日暂时退出欧洲货币体系的汇率机制，由此酿成欧洲货币体系上著名的“9 月危机”。

危机的发生表明，如果成员国不能在经济和货币政策方面让渡更多的主权并进行更有效的协调，欧洲稳定汇率机制就很难维系，更不用说未来的欧洲货币联盟了。同时也表明，欧共体成员国之间在内外均衡上存在很大分歧，因此处理及协调好一国内部均衡与外部均衡的关系，对维持欧共体的稳定和促进欧洲货币一体化进程都是至关重要。

9.5.4 欧洲货币一体化的进程

欧洲货币一体化的起源可追溯到 20 世纪 60 年代以前，如 1950 年建立的欧洲支付同盟及欧洲货币协定，但是这些组织或协定在内容上虽有以后货币一体化的形式，却无其实质，从实质性进展角度而言，欧洲货币一体化经历了以下几个演变阶段。

1. 第一阶段(1972—1978 年):《维尔纳报告》

欧洲货币一体化的最初尝试是《维尔纳报告》的出台。20 世纪 60 年代末的资本主义金融危机威胁到欧共体成员国，成员国的货币，如法国法郎和德国马克汇率波动严重，严重影响了欧欧共体的经济发展，欧共体各成员国意识到仅靠各成员国的力量是不够的，必须加强经济与货币政策的协调，维持汇率的相对稳定，才能巩固欧共体已经取得的成果。在这一背景下，1969 年 12 月在共同体海牙首脑会议决定成立欧洲经济与货币联盟。1970 年 3 月，以卢森堡首相兼财政大臣维尔纳为首的专家组向欧共体提交了一份《关于在共同体内分阶段实现经济和货币联盟的报告》，即《维尔纳报告》。报告制定了一个十年计划，分三阶段实现经济与货币联盟，见表 9-3。

表 9-3 维尔纳欧洲货币联盟计划

阶　段	时　间	主要目标
第一阶段	1971 年年初—1973 年年底	缩小成员国货币汇率的波动幅度，着手建立储备基金，稳定成员国的货币汇率，协调成员国经济与货币政策，减少成员国经济结构的差异。
第二阶段	1974 年年初—1976 年年底	集中成员国的部分外汇储备以巩固货币储备基金，使各国汇率进一步稳定甚至固定，使共同体内部的资本流动逐步自由化。
第三阶段	1977 年年初—1980 年年底	实现共同体内部商品、劳务和资本的自由流动，由固定汇率制向统一货币发展，由货币储备金向建立联合中央银行发展。

根据《维尔纳报告》的计划，欧共体建立了欧洲货币合作基金和欧洲货币计算单位，并于 1972 年开始实行成员国货币汇率的联合浮动。所谓联合浮动，又称可调整的中心汇率制度。对内参与该机制的成员国货币相互之间保持可调整的钉住汇率，并规定汇率的波动幅度；对外则实行集体浮动汇率，按照当时规定，参与联合浮动的西欧六国，共同货币汇率的波动不得超过当时公布的美元平价的±1.125%。这样，在基金组织当时规定的±2. 25%的汇率波动幅度内又形成一个更小的幅度，欧共体六国货币汇率对外的集团浮动犹如“隧道中的蛇”，故又称为“蛇形浮动”，这种联合浮动机制为随后产生的欧洲货币体系的稳定汇率制提供了参考依据。

2. 第二阶段(1979—1998 年)：欧洲货币体系

为制止汇率剧烈波动，促进共同体国家经济的发展，在法德两国推动下，1978 年 12 月欧共体各国首脑在布鲁塞尔达成协议，决定建立欧洲货币体系。1979 年 3 月欧洲货币体系正式启动。其主要内容如下。

(1) 继续实行过去的联合浮动汇率制度，除了维持原有的±2.25%波动幅度以外，还规定过去汇率波动的警戒线，一旦货币波动超出此线，有关国家就要进行联合干预。

(2) 创设欧洲货币单位，即埃居。埃居实际上是由欧洲货币计算单位演变而来的，是欧洲货币体系的核心。在欧共体内部，埃居具有计价单位和支付手段的职能。

(3) 成立了欧洲货币基金，以增强欧洲货币体系干预市场的力量，为共同货币埃居提供物质准备以及给予国际收支困难的成员国更多的信贷支持。

3. 第三阶段(1999 年至今)：欧洲货币联盟的建立

真正意义上的欧洲货币联盟建立的标志是《德洛尔报告》的提出。1989 年 6 月，以欧共体委员会主席雅克·德洛尔为首的委员会向马德里峰会提交了“德洛尔计划”。该计划与“维尔纳计划”相似，规定从 1990 年起，用 20 年的时间，分三阶段实现欧洲货币一体化，完成欧洲经济货币联盟的组建。

《德洛尔报告》继承了《维尔纳报告》的基本框架，认为货币联盟应该是一个货币区，区域内的各国政策要统一管理，以实现共同的宏观经济目标。报告指出货币联盟的建立必须具备 3 个条件：①保值货币完全和不可取消的自由兑换；②在银行和其他金融市场充分一体化的基础上，实现资本的完全自由流动；③取消汇率的波动幅度，实行不可改变的固定汇率平价。该报告虽然没有明确提出在货币联盟内部必须有单一货币，但把单一货币看作是“货币联盟的一个自然和理想的进一步发展”，并提出建立一个欧洲中央银行体系(european system of central bank，ESCB)的设想。

《德洛尔报告》的欧洲货币联盟计划见表 9-4。

表 9-4 《德洛尔报告》的欧洲货币联盟计划

阶　段	主要目标
第一阶段	1990 年 7 月 1 日开始，在欧共体现行体制的框架内加强货币、财政政策协调，进一步深化金融一体化，使成员国货币全部加入欧洲货币体系，消除对私人使用欧洲货币单位的限制，扩大成员国中央银行行长委员会的权利和权限
第二阶段	建立欧洲中央银行体系，由其接管原存在的体制性货币安排，随着经验取得，逐步扩展欧洲中央银行体系在制定和管理货币方案的职能；只有特殊情况下才可使用汇率调整
第三阶段	推行不可改变的固定汇率，实施向单一货币政策转变，由中央银行体系承担全部职责，发行统一的共同货币，集中并管理官方储备，对外汇市场进行干预，为过渡到单一共同体货币制度和技术准备

《德洛尔报告》强调货币联盟和经济联盟是一个整体的两个不可分割的部分，在每一个阶段上，货币领域的措施必须与经济领域的措施平行实施。

鉴于各成员国对《德洛尔报告》的反应各不相同，英国和其他共同体成员国存在很大分歧，反对建立欧洲中央银行和单一货币。为实现欧洲经济和货币联盟，推进欧洲统一，1991 年 12 月，欧共体在荷兰马斯特里赫特召开首脑会议，达成了《关于欧洲经济货币联

盟的马斯特里赫特条约》，简称《马约》。《马约》就欧洲货币联盟、欧洲外交和防务等问题达成了广泛共识，并规定了货币联盟建立的具体时间表，它在欧盟发展史上具有重要的意义。

《马约》的目标是最迟在 1999 年 1 月 1 日前建立经济货币同盟(economic and monetary unit，EMU)，届时将在同盟内实现统一货币、统一的中央银行以及统一的货币汇率政策。实现这一目标，《马约》制订了分三阶段实现货币一体化的计划，见表 9-5。

表 9-5 《马约》的三阶段计划

阶　段	时　间	主要目标
第一阶段	1990 年 7 月 1 日—1993 年底	实现所有成员国加入欧洲货币体系的汇率机制，实现资本的自由流动，协调各成员国的经济政策，建立相应的监督机制
第二阶段	1994 年 1 月 1 日—1996 年底	进一步实现各国宏观经济政策的协调，加强成员国之间的经济趋同；建立独立的欧洲货币管理体系——欧洲货币局(EMI)，为统一货币作技术和程序上的准备，各国货币汇率的波动在原有基础上进一步缩小趋于固定
第三阶段	1997 年初—1999.1.1	最终建立统一的欧洲货币和独立的欧洲中央银行

《马约》规定，只有在 1999 年 1 月 1 日达到 4 个趋同标准的国家才能被认为具备了参加经济货币同盟的资格：①通货膨胀率不得超过 3 个成绩最好的国家平均水平的 1.5%；②当年财政赤字不得超过 GDP 的 3%，累积公债不得超过 GDP 的 60%；③政府长期债券利率不得超过 3 个最低国家平均水平的 2%；④加入欧洲经济货币同盟前 2 年汇率一直在欧洲货币体系汇率机制规定的幅度(±15%)内波动，中心汇率没有重组过。

1993 年 11 月 1 日，随着《马约》的正式生效，欧共体更名为欧洲联盟，简称欧盟(EU)。1995 年芬兰、奥地利、瑞典加入欧盟，欧盟的成员国增加至 15 个。同年的《马德里决议》将单一货币的名称正式定为欧元(Euro)。欧洲货币一体化自此开始进入了稳定的发展阶段。

4. 第四阶段：欧元的诞生

按照《马约》时间表的规定，将单一货币进程划分为 3 个阶段。

第一阶段(1996 年底—1998 年年底)为准备阶段。任务是确定首批具有资格参加货币联盟的国家；决定发行欧元的合法机构；筹建欧洲中央银行。

第二阶段(1999 年 1 月 1 日—2001 年 12 月 31 日)为过渡阶段。欧元一经启动便锁定各参加国货币之间的汇率，各国货币仅在本国境内是合法支付手段。在此阶段，没有有形的欧元流通，但新的政府公债可以用欧元发行，并将由欧洲中央银行制定统一的货币政策。

第三阶段(2002 年 1 月 1 日起)欧元正式流通。欧洲中央银行将发行统一货币的硬币和纸钞，有形的欧元问世，参加国原有的货币退出流通，欧元将成为欧洲货币联盟内的唯一法定货币。

欧元的实施时间表见表 9-6。

表 9-6 欧元实施时间表

时　　间	内　　容
1998 年 5 月	决定参加国
1999 年 1 月 1 日	欧元正式启动
2002 年 1 月 1 日	欧元现金投入市场流通
2002 年 7 月 1 日	各参加国货币完全退出流通

1999 年底，欧盟首脑会议在都柏林举行，欧元国与非欧元国之间就建立新汇率机制、欧元使用的法律框架、货币稳定与经济增长的原则及主要内容达成共识，原则同意欧洲货币局提供的欧元纸币的样币。都柏林首脑会议取得成功，欧洲单一货币机制框架基本形成。

1997 年 6 月，欧盟首脑会议第 1103 号条例正式对过渡期结束后的欧元的法律地位作了规定：1999 年 1 月 1 日作为成员国范围内一种具有独立性法定货币地位的超国家性质的货币开始启用，到 2002 年 7 月 1 日，创始国货币全部退出流通领域，欧元正式成为唯一法定货币。在这 3 年半的过渡期内，欧元以记账单位、银行贷款、债券、旅行支票、信用卡和股票等形式使用，同时，发票、工资、单据、商品目录将实行欧元和本国货币的双重标价。

1997 年 10 月 2 日，欧盟 15 国代表在荷兰阿姆斯特丹正式签订了 6 月达成的《阿姆斯特丹条约》，这是在《马约》基础上修改而成的新欧盟条约。新条约及《稳定与增长公约》、《欧元的法律地位》和《新的货币汇率机制》等文件，为欧元和欧洲经济货币联盟于 1999 年 1 月 1 日如期启动又奠定了坚实的基础。

1998 年 5 月 2 日，欧盟 15 国在布鲁塞尔召开特别首脑会议，决定接受欧盟委员会和欧洲货币局的推荐，确认比利时、德国、西班牙、法国、爱尔兰、意大利、荷兰、卢森堡、葡萄牙、奥地利、芬兰等符合《马约》条款的 11 个国家为欧元创始国，首批加入欧洲单一货币体系。欧盟其余 4 个成员国，英国、瑞典、丹麦、希腊，因暂时不愿参加欧元体系或未能达标，没有成为首批欧元国家。同时决定在原有的欧洲货币当局基础上成立欧洲中央银行，由荷兰人杜伊森贝赫出任欧洲中央银行行长。1998 年 12 月 3 日，首批加入欧元体系的 11 个国家宣布联合降息，除意大利(利率 3 厘半)外，其余 10 国均把利率降至 3 厘，此举显示了这些国家准时启动欧元的决心和强烈的政治意愿。

1999 年 1 月 1 日，欧元准时启动。欧洲货币单位以 1∶1 的比例转换成为欧元，欧元与成员国货币的兑换率锁定，欧洲中央银行投入运作并实施统一的货币政策，欧元可以用支票、信用卡等非现金交易的方式流通，各成员国货币亦可同时流通，人们有权选择是否使用或接受欧元。

2002 年 1 月 1 日，欧元纸币和硬币开始全境流通，欧洲中央银行和成员国将逐步收回各国的纸币和硬币，届时人们必须接受欧元。2002 年 7 月 1 日，各成员国货币完全退出流通，欧洲货币一体化计划完成，欧元正式启动。

欧洲各国货币停止流通、商业银行和中央银行停止收兑本国货币时间表见表 9-7。

表 9-7 欧元区 12 国各国货币停止流通、商业银行和中央银行停止收兑本国货币时间表

国 家	停止流通时间	商业银行停止收兑期限	中央银行停止收兑期限
比利时	2002 年 2 月 28 日	2002 年 12 月 31 日	纸币无期限 辅币为 2004 年 12 月 31 日
德国	2002 年 2 月 28 日	2002 年 2 月 28 日	无期限
希腊	2002 年 2 月 28 日	2002 年 2 月 28 日	纸币 10 年 辅币 2 年
西班牙	2002 年 2 月 28 日	2002 年 6 月 30 日	无期限
法国	2002 年 2 月 17 日	2002 年 6 月 30 日	纸币 10 年 辅币 3 年
爱尔兰	2002 年 2 月 9 日	2002 年 2 月 9 日	无期限
意大利	2002 年 2 月 28 日	2002 年 2 月 28 日	10 年
卢森堡	2002 年 2 月 28 日	2002 年 6 月 30 日	纸币无期限 辅币 2004 年 12 月 31 日
荷兰	2002 年 2 月 28 日	2002 年 12 月 31 日	纸币 2032 年 1 月 1 日 辅币 2007 年 1 月 1 日
奥地利	2002 年 1 月 28 日	2002 年 2 月 28 日	无期限
葡萄牙	2002 年 2 月 28 日	2002 年 6 月 30 日	纸币 20 年 辅币 2002 年 12 月 31 日
芬兰	2002 年 2 月 28 日	2002 年 2 月 28 日	10 年

举世瞩目的欧元于 2002 年正式发行，标志着欧洲货币联盟的正式启动。在世界经济史上是一个具有里程碑意义的事件，它不仅在欧盟内部成员国的经济活动，而且在世界其他国家的经济往来以及国际金融市场、国际货币体系的运作与发展等方面，均将产生重大而深远的影响。

9.5.5 欧元产生对国际货币体系的影响

欧元所代表的经济实力决定了欧元在国际货币体系中的地位，这种地位使欧元与美元构成了国际货币的两强格局，从而对国际货币体系产生巨大的影响。欧元对国际货币体系的影响主要体现在权力效应和示范效应。

1. *权力效应*

欧元改变了美元在国际货币体系中的权力地位，一种货币在国际上使用的范围有多大取决于经济实力、币值稳定程度、对外经济关系的密切程度和金融市场的结构。由于美国和欧元国拥有的这些决定要素十分相似，因此欧元的引入将造成国际货币体系的两极格局，美元在此前发挥的显著作用将逐渐削弱。在目前的国际货币体系中，美元占有绝对优势地位，在世界外汇储备所占的比重高达 60%，在国际支付中所占的比重达 50%左右。欧元启动后，欧盟国家储备和流动着的约 10 000 亿美元将被兑换成欧元，发展中国家的外汇储备也将部分地由美元向欧元调整，从而会大大动摇美元的地位。最后欧元很可能会赶上甚至超过美元，成为主要的国际货币，从而对美元的地位形成强有力的挑战，推动国际货币体系向美元、欧元和日元为主的多元化方向发展。欧洲将会凭借强大的经济实力和统一货币

来参与国际货币体系规则的制定，遏制美元的主导地位。欧元区经济实力的支持和欧洲各国货币在世界货币体系中的实际地位决定了欧元的崛起和强大是不可避免的，只是这一过程需要一定时间。当然并不排除出于共同利益的需要，欧元和美元的合作。

2. 示范效应

世界其他地区有可能模仿欧元的成功而尝试进行地区性的货币合作，因为区域性货币合作能够加强参与国的货币安全，另外区域性货币合作能够降低经济交往的成本，从而对参与各方的经济增长都会带来好处。现阶段，货币安全的需要是欧元示范效应发挥作用的主要方面，最明显的是体现在亚洲货币合作上。亚洲金融危机对所有亚洲国家都是一个深刻的教训，1999 年 1 月欧元启动后不久，香港货币管理当局就提出，在亚洲实行共同货币不仅可以给亚洲地区带来稳定的货币，还可以降低亚洲地区的投资和贸易成本。由于亚洲金融危机让亚洲国家认识到国际资本流动可以迅速把一国的货币压垮，如果亚洲只有一种货币，那么它的国际分量会使它几乎不可能出现大的货币波动，保证了货币的稳定。开展亚洲区域内的货币与金融合作成为有关国家在危机后的一个自然选择。除了亚洲货币合作外，非洲也提出了类似的发展，2001 年 5 月生效的非洲联盟将遵循欧盟的模式，建立议会、中央银行、货币基金和法院。无论是亚洲还是非洲，要想达成欧洲货币一体化的程度，必须经历一个艰难而又漫长的过程，不过从目前情况看，这一进程已经开始了。欧洲货币合作的成功经验表明，区域性货币合作可以为国际货币体系改革朝着正确的方向前进创造了有利条件。

9.5.6 欧元产生对世界经济的影响

1. 欧元启动对欧盟国家的影响

(1) 欧元启动有利于减少外汇风险，促进欧盟的生产、贸易和投资。欧元流通后，欧元国原有的汇率波动自然消失，这就大大减少了统一市场内的外汇风险，必将使各成员国之间融资和投资的步伐加快，跨国兼并和企业收购活跃，各种生产要素在整个欧元区的配置更加合理和高效。

(2) 抵御国际游资袭击。据国际清算银行估计，每天全球外汇市场的交易额达 12 000 亿美元，而所有中央银行的外汇储备仅为 13 580 亿美元。因此在外汇市场 1/4 资金的冲击下，连全球外汇储备最多的日本都无法应付。1992 年 9 月中旬，英镑被市场大量抛售，汇率顿时下跌 20%，只得宣布退出欧洲货币体系的稳定汇率机制，意大利也因同样原因退出了稳定汇率机制。实施货币统一后，西欧国家统一使用欧元，从外部各个击破成员国汇率防线的问题将不复存在。

(3) 欧元启动对欧元区国家抑制通货膨胀、稳定物价将起到积极作用。抑制通胀长期以来一直是欧盟各国政府政策的重要目标，但由于缺乏有效的配合，各国付出了很大的代价。一个国家的货币政策效果往往被另一个国家政策所抵消。欧元启动后，货币政策由欧洲央行统一制定，欧洲央行具有较强的独立性，并且把抑制通胀、稳定物价当作首要目标，这将有可能从制度上减少恶性通货膨胀的产生。

(4) 欧元启动将大大降低成员国经济交易的成本。欧元使用的直接结果是简化了手续，节省了时间，加快了商品的流通速度，大幅度降低货币汇兑成本，减少核算费用和交易费

用等非生产性支出。据有关资料统计，欧盟各国 70%的外贸业务是在联盟内完成的，仅企业节省外汇交易开支一项，各国一年可节省开支 650 亿美元。

(5) 欧元启动可以降低中央银行对汇率的干预成本，节约外汇储备。由于欧元的通用，成员国间的相互进口占总进口比重将上升，内部资本流动将加快，统一的央行对外汇市场的干预能力将大大加强。由于汇率的稳定程度提高，外汇储备的适度规模必然降低，进而减少外汇的持有成本。

(6) 欧元启动加速了以欧盟为核心的“大欧洲”的形成。这将有助于欧洲作为世界的一极，在国际组织和世界事务中产生更大影响，发挥更大作用。

2. 欧元启动对国际贸易和国际资本市场的影响

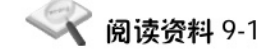
1) 对世界贸易产生推动作用

欧元地区是世界经济增长源之一，欧元地区的经济增长对其他国家和地区来讲，就意味着进出口市场的容量扩大，从而带动世界其他国家和地区的对外贸易增长；在世界贸易中，石油等原材料价格一直以美元计价结算，美国获得了巨大的利益。欧元启动将改变这一局面，减少国际贸易不平等现象，促进国际贸易的发展。

2) 对国际资本市场产生重大影响

欧元的启动为欧洲资本市场发展提供了一个良好的契机。1999 年 1 月 1 日起，在欧洲各股票交易所上市的所有股票均以欧元报价，这样就是股票市场、货币市场和银行业务融为一体，并从一开始，即以欧元经营。从中期看，这将改变人们的投资策略，促进建立跨欧洲的蓝筹股市场。从长期看，欧盟将整合为一个统一的资本市场。

目前已经实施的区域货币合作主要是欧元，虽然深受欧债问题的困扰，但长期来看，欧债问题会随着双方博弈逐步结束而渐趋平静，欧元区就业压力和财政紧张也会随着全球经济复苏而逐步好转。未来欧元区很可能向财政金融更为统一的方向发展。如果欧元区经济政治整合度进一步提升，那么区域货币取代国别货币的趋势将会进一步向前推进，甚至其他经济发达程度接近的经济体也会仿效形成新的区域货币。相对来说，双边或者多边货币合作由于涉及经济政治问题较少，推进速度较快，已经逐步成为双边经贸往来频繁国家之间解决货币汇率问题的首选策略。未来随着世界经济逐步走出国际金融危机的阴霾，国际经贸往来恢复到正常状态，双边和多边的货币合作将会进一步快速发展，并逐步成为区域间货币体系改革的一个重要方向。


阅读资料 9-1

国际区域货币合作模式

从已有的国际区域货币合作的实践和发展趋势看，国际区域货币合作正在形成 3 种独具特色的合作模式。

1. 货币同盟的欧元模式

欧元的诞生走的是一条从初级的经贸合作到高级的货币合作之路。初级合作形态是政府间就某种具有战略意义的商品进行联营。例如，1951 年，法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时和卢森堡 6 国建立的欧洲煤钢共同体，为日后全面的经济一体化奠定了基础。中级合作形态是建立经济共同体，可以促进生产要素在成员国间的自由流动。高级合作形态是建立经济合作区内的货币合作体系，直至创建区域内的统一货币。截至现在，欧盟的成员国在原有 15 国的基础上已扩大到 28 个国家。2002 年 1 月 1 日，随着欧元的正式流通，欧洲的实践预示着国际区域经济合作的目标已经走向国际经贸合作的高级形态。

2. 货币替代的美元模式

美元模式是主权国家放弃本币发行与流通，而以美元取而代之的货币替代模式。由于货币替代的程度不同，货币替代可分为3个层次：一是为了避免本币贬值而将本币换成美元储存起来，减少损失；二是为了国际间的购买、支付、储备、投资、投机等目的将本币换成美元，并长期持有美元；三是主权国家完全放弃本币，流通美元。前两个层次构成了本币加外币的开放经济的货币供给，是一种部分的美元替代，后一层次是一种完全的美元替代。这里表述的美元模式是第三个层次的货币替代，主要指拉美一些国家的货币美元化及这种美元化的趋势。

3. “10＋3”的东亚货币合作模式

同欧元模式比，东亚货币合作的意向形成更多地是为了规避开放经济的风险。1997年12月15日，东盟10国(文莱、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南、老挝、缅甸、柬埔寨)和中、日、韩3国就21世纪东亚地区的前景、发展和合作问题取得广泛共识，初步形成了“10＋3”的经贸合作模式。“10＋3”的合作一开始便以经济合作为重点，金融合作为先导。“10＋3”的货币合作模式刚刚起步，尚处于萌芽状态。“10＋3”的货币合作模式的终极目标是13归1，即13国实现货币一体化。“10＋3”模式把东盟10国置于经贸合作的前台，率先拟定了东盟未来的自由贸易区。“10＋3”模式体现了国际合作的资源共享和资源集约使用以及由此带来的更大的合作效应。

但是东亚货币一体化的道路注定不会是一帆风顺的。首先，同欧盟和北美、拉美相比，东亚遗留的历史问题最多。其次，区域内的出口产品结构趋同，东亚各国、各地区的出口商品互补性弱，对美国市场的依赖性大，加之经济开放程度高，各经济体间竞争异常激烈，为刺激出口而贬值货币的效应明显，这会给东亚货币合作带来阻力。再次，东亚各国、各地区的经济发展水平、政治和经济制度、社会文化背景的差异太大，也为经济和货币一体化增加了难度，所以东亚货币合作模式不能完全照搬欧盟模式，必须有所创新。

(资料来源：王晓光. 国际金融. 北京：清华大学出版社，2011.)

9.6 国际货币体系改革

当前国际现行的国际货币关系格局形成于1976年，即牙买加体系。该体系以国际储备多元化和浮动汇率制度为特点，诞生之初曾被认为是较为理想的国际货币体系。但过去30多年来，该体系始终在极其脆弱的环境下运行。20世纪80年代的拉美债务危机，90年代末东南亚金融危机和俄罗斯金融危机，2008年以美国次贷危机为导火索的全球金融危机，以及近来频频刺激各国政要神经的欧洲主权债务危机，国际经济金融形势风云变幻，货币是重要的幕后推手，现存的国际信用货币体系是引致屡次危机爆发的重要原因。

9.6.1 现行国际货币体系存在的问题

1. 国际汇率变幻莫测引发金融动荡

牙买加体系形成以来，浮动汇率制度取代固定汇率制度成为大多数国家的选择，但实际上所谓的浮动汇率制度只是一种理想，就连欧美这些极力鼓吹自由市场经济的国家事实上实行的也只是有管理的浮动汇率制度。各国家的汇率制度多样化，国际货币基金组织在放弃固定汇率制度的同时，也放弃了对会员国汇率提供干预的责任和义务，因而竞争性贬值或竞争性升值经常发生，国际汇率处于经常性变动之中，成为引发国际金融领域争端和动荡的一个重要因素。

2. 完全由逆差国自我调节的国际收支调节机制无法维持稳定和平衡

牙买加体系继承了布雷顿森林体系的原则，完全由逆差国自行调节国际收支失衡。在制度上无任何设计和约束来敦促或帮助逆差国恢复国际收支平衡。这样越来越多的逆差国，会像美国一样，在经常项目出现逆差时，不是采取国内紧缩措施或调节汇率，而是借助于短期资本的流入来平衡逆差。在大多数国家这样做时，忽略了一个重要的事实，即美国是主要的储备货币发行国，它可以长期借助于吸引短期外资来弥补经常项目的赤字，其他国家则不能。外债长期积累的后果是这些国家偿债压力越来越大。当国际游资闻风而动时，原来被缓解的国际收支和货币贬值之间的矛盾便一发而不可收拾。

3. 国际金融市场一体化的潜在危险

出于政治和经济的双重目的，西方国家急于将弱小的后市场国家纳入其市场体系，将世界各国的金融市场迅速整合成单一的全球化市场。1997年亚洲金融危机发生后，美国等发达国家仍刻意回避资本监管，片面强调资本交易自由化的好处。对于弱小的后市场国家来说，加入世界金融市场后，资本流入固然可以带来不少好处，但其易变性所导致的巨大损伤力也是难以克服的。许多后市场国家尚未建立起一个足够强大的、能够应付短期资本撤离的金融体制，就盲目开放了其短期资本市场，最终导致了灾难性的损失。

在金融全球化和金融自由化的过程中，一些国家盲目开放资本项目。由于国内资本的相对短缺、利率水平较高，一些外资尤其是一些投机性短期资本蜂拥而至。另一方面，由于国外利率较低，银行、企业便大量借入外资，甚至是短期资本，然后投入房地产、股票市场，引起房地产和股票价格暴涨，形成虚假繁荣。在全球化背景下，即使一国具有良好的宏观经济基本面，国际投机炒家也可能利用传媒造市，制造错误信息，在国际投机资本冲击下产生“羊群效应”，从而对货币政策产生误导。同时，由于国际流动资本的数额特别巨大，一国的宏观经济调控能力也大大削弱了。据国际货币基金组织估计，投机者可以筹集和动用6 000亿～1万亿美元的投机资金去攻击一种货币，显然，任何国家都没有能力来应付这样的冲击。在国际资本自由流动的今天，几百亿、上千亿美元的外汇储备对巨额的国际投机资本而言仍然是杯水车薪。

4. 国际市场仍对美元高度依赖

纵观国际货币体系的发展史不难看出，无论是黄金还是美元，作为国际货币，都存在供应量的问题。

尽管布雷顿森林体系解体后，各国基本实现了储备货币的多元化，但从实际情况看，美元主导的国际储备货币的基本格局并未明显改变，发展中国家的汇率安排仍以美元为核心，这使各国经济政策的制定与执行效果在很大程度上受制于美元的汇率变动，而美元又面临着主权信用货币超额发行失去约束的问题。超发导致流动性泛滥之后，美国作为国际金融中心，具有较强的金融资产管理效应，进而导致全球的国际资本反流到美国，为美国的贸易赤字和财政赤字提供融资，形成了全球经济不平衡。也恰恰因为美元的大量发行，大量的资金流入美国，又使得美元出现大幅度的贬值。欧元曾被广泛热议作为储备结算货币的补充，但随着欧洲银行危机的不明朗因素浮现，关于欧元必将崩溃的谈论也慢慢得到重视，关于美元储备地位不可动摇又成为重要的主流认识。

5. 缺乏能够独立执行经济政策的国际机构

国际货币基金组织是根据二战后的经济秩序和力量对比建立，其组织原则与决策机制决定了美国在国际货币基金组织中具有特殊的作用和地位。为解决国家与信用货币捆绑带来的负面效应，最理想的思路是建立一个威望较高并能对世界各国形成足够强制力的中立机构，且与各国无直接的经济政治利益冲突，能够依据各国经济增长状况提供适度的信用货币供给。

国际货币基金组织对危机国家进行资金援助时，迫使其按照“华盛顿共识”(Washingto Consensus)来进行调整和改革。主要内容是实行双紧的经济政策，提高利率；整顿金融机构，实行更严厉的破产法，以消除道德风险；采取更加审慎的监管规则；加速市场开放并迈向自由化，取消不平等补贴等。政策本身遭到许多经济学家的抨击。尽管如此，大多数发展中国家无论经济实力还是政治地位均无法改变现行的国际货币体系，危机中的国家迫切需要援助，只能被迫与国际货币基金组织合作，不得不忍受经济紧缩和高失业率。当美国次贷危机深化，严重影响国际金融市场稳定时，金融国际化的现实要求国际货币基金组织在一国出现危机苗头时就采取措施，防止危机的恶化和蔓延，而国际货币基金组织的运作方式满足不了这种需要，只有当一国的外汇危及自由汇兑或债权债务的清偿时，国际货币基金组织才会出来干预，提供帮助，以致最后导致了全球金融危机。

9.6.2 国际货币体系改革的原则和主要内容

汲取亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机的教训，为保证多元化国际货币体系和全球金融市场的正常运转，防止危机的再次发生，在建立新的国际货币体系过程中，应坚持全面性、均衡性、渐进性、时效性的原则，重点实施以下改革措施。

(1) 加强对国际金融的监管

如前所述，在美国次贷危机中，跨国银行集团、各种金融机构、中介机构、对冲基金等在高度发达的国际金融市场上从事的国际金融工具的买卖、证券投资的交往、信用产品的转手让渡，每天形成数以万亿美元的国际资本流动，对这些资金在市场突然涌入或撤出的潜在风险与后果，IMF 警惕不够，漠视或放弃对其监管，以致最后酿成全球金融危机。因此汲取教训，必须在 IMF 中设立专门机构，制定全球通行的金融监管标准，完善全球监管体系，对跨国银行集团、各种金融市场机构、各种金融产品及跨国资本流动加强监管，予以规范，加大监测力度，减少可能造成系统风险的场外交易和复杂金融产品交易，确保监管机构能够掌控国际金融系统主要环节的运作情况，能够对市场风险迅速做出反应。

(2) 加强信息披露，提高金融市场透明度，建立高标准的会计准则与评级机构的行为准则。

加强对市场、信用产品、有价证券估价、金融政策的信息披露，提高金融市场的透明度，建立高标准的全球会计准则是加强监管的前提，没有这个前提，监管机构就不能做出准确的分析与正确的判断。因此，按规范化的程序与统一规定，及时公布市场、机构、复杂金融产品的有关信息，增加市场透明度，才能确保监管机构对风险披露的准确和及时。

评级机构是证券发行和举债启动的基础。美国次贷风险引爆的原因之一就是评级机构降低了评级标准，漠视次贷风险的发展及其危险性，因此要正确评估金融产品有价证券的质量与风险，统一规范评级机构的行为准则，以保证金融市场的稳定。

(3) 建立全球早期预警系统。

建立信息披露充分、市场透明度加强、具有统一规范的会计准则与评级机构的行为准则，便于监管机构迅速、及时地做出分析判断，对那些在金融领域中具有异常发展的不稳定因素的国家提出准确的预警信号，进行商讨探索做出决定，协助其及时采取应对措施，清除不稳定因素，将危机消灭在萌芽状态。预警体系必须覆盖全球金融中心，创建早期预警提示，着重事前监督。

(4) 加强区域性金融合作，充分发挥地区性资金救助机制。

在国际经济资本一体化作用下，区域性共同体、经济贸易组织起着日益重要的作用。面对此次危机，除欧盟比较及时地采取联合救援行动外，其他区域性共同体内受本身条件的限制动作缓慢，只能求助于国际货币基金组织。所以，区域性共同体在实行关税减免等优惠手段发展集团内经贸关系的同时，应增强区域内的金融基础设施建设，增强流动性互助能力，与区域性国际金融组织配合，充分发挥地区资金救助机制的作用。

(5) 推动国际金融组织改革，改善国际货币体系。

以国际货币基金组织为中心的布雷顿森林体系是根据二战后国际政治经济格局与力量对比而建立起来的。半个多世纪以来，世界政治经济发生了巨大变化，中国和平崛起，新兴市场国家发展壮大，“金砖四国”形成，这些国家和地区在世界经贸与金融领域中日益发挥举足轻重的作用；但在国际货币基金组织及其他国际金融组织的构成和决策机制中并未取得与其实力相匹配的地位。因此，必须提高这些国家的地位，使他们拥有更多的发言权、决策权，以适应世界格局的变化，迎接未来的挑战。

新兴市场国家推进市场开放的过程中，国际货币基金组织应提出符合实际的、审慎的开放措施与步骤，实行循序渐进的汇率与银行体系的改革，稳步推进国际货币体系多元化，共同支撑国际货币体系稳定。

9.6.3 国际货币体系改革的各种主张

关于国际货币体系改革的主张，早在 20 世纪 60 年代就已经出现，其后随着国际货币体系的演变，改革的主张层出不穷，其中比较有影响力的改革方案有以下几种。

1. 创立国际商品储备体系

由于许多发展中国家受初级产品和原材料价格剧烈波动的影响，国际收支情况经常恶化，一些经济学家提出创立以商品为基础的国际储备货币，以解决初级产品价格波动和国际储备制度不稳定的问题。

主要内容包括：①建立一个世界性的中央银行，发行新的国际货币单位，其价值由一个选定的商品篮子来决定，商品篮子由一些基本的国际贸易产品，特别是初级产品构成；②现有的特别提款权将被融合到新的国际储备制度中，其价值重新由商品篮子决定，其他储备货币将完全由以商品为基础的新型国际货币所取代；③世界性的中央银行将用国际货币来买卖构成商品篮子的初级产品，以求达到稳定初级产品价格，进而稳定国际商品储备货币的目的。

2. 建立国际信用储备制度

美国经济学家特里芬教授提出了这一设想，他认为国际货币体系改革的根本出路在于建立吵过架的国际信用储备制度，并在此基础上创立国际储备货币。国际储备货币不应由

黄金、其他贵金属和任何国家的货币来充当，特里芬建议目前各国应将其持有的国际储备以储备存款形式上交国际货币基金组织保管，国际货币基金组织将成为各国中央银行的清算机构。如果国际货币基金组织或其他类似的国际金融机构能将所有的国家都吸收成为会员国，那么国家间的支付活动就反映为国际货币基金组织的不同会员国家储备存款账户金额的增减。国际货币基金组织所持有的国际储备总量应由各国共同决定，并按世界贸易和生产发展的需要加以调整。储备的创造可以通过对会员国放款、介入各国金融市场购买金融资产，或定期分配新的储备提款权来实现，但是不应受到黄金生产或任何国家国际收支状况的制约。特里芬在他的著作中曾具体地指出，应以特别提款权作为唯一的国际储备资产以逐步取代黄金和其他储备货币。

3. 国际货币基金组织替代账户

替代账户是国际货币基金组织设立的一个专门账户，发行一种特别提款权存单，各国中央银行可将手中多余的美元储备折成特别提款权存入该账户，再由国际货币基金组织用吸收的美元投资于美国财政发行的长期债券，所得的利息收入返给替代账户的存款者。这一建议是在1979年国际货币基金组织临时委员会的年会上提出的，设想用特别账户吸收各国手中过度积累的美元资产，并使特别提款权成为主要国际储备资产。

这一建议实际上并没有实行，因为只有当特别提款权或者其他储备资产发展成为功能齐全，并且优越于美元的真正国际货币时，人们才会放弃手中积累的美元资产。

4. 加强各国经济政策协调以稳定汇率

主要工业化国家货币之间汇率的剧烈波动对世界经济和国际金融的稳定产生了严重的影响，引起各国的普遍关注。1985年10月，美国、日本、联邦德国、法国、英国5国财政部长和中央银行行长举行会议，提出了要协调各国经济政策，以促进汇率的稳定。1986年，七国财长会议又提出了通过控制下列10项指标来实现对各国政策的协调：GDP增长率、通货膨胀率、利率、失业率、财政赤字、经常账户差额、贸易差额、货币供应增长率、外汇储备和汇率。

国际货币基金组织同意对各国的这些经济指标进行监督，并将这些指标又划分为绩效指标、政策指标和介于两者之间和中间变量。绩效指标有GDP增长率、通货膨胀率、失业率和国际收支状况等指标；政策指标有货币供应增长率和财政赤字等指标；中间变量是利率和汇率等指标。1987年第十三次七国首脑会议上对经济政策的协调做出了具体规定。

各国间政策协调的建议虽不能从根本上解决国际货币体系内在的不稳定性，但有助于汇率和世界经济的稳定，因此受到各国的欢迎。然而，由于各国经济发展状况的差异性、政策的独立性等因素，政策协调难以真正实现。

5. 设立汇率目标区

汇率目标区是指有关国家的货币当局选择一组可调整的基本参考汇率，指定一个围绕其上下波动的幅度并加以维持。汇率目标区的种类很多，主要可分为“硬目标区”和“软目标区”。“硬目标区”汇率变动幅度很窄，不常修订，该目标区的内容对外公开，一般是通过货币政策将汇率维持在目标区内。“软目标区”的汇率变动幅度较宽，而且经常修订，该目标区的内容不对外公开，不要求必须通过货币政策加以维持。

设立汇率目标区的建议问世以来，各方面对此的褒贬不一。发展中国家希望通过实行汇率目标区来实现汇率的稳定，而发达国家认为汇率目标区不现实。汇率目标区的特点是

综合了浮动汇率制度的灵活性和固定汇率制度的稳定性，而且能够促进各国宏观经济政策的协调，但实施起来有许多困难，如基本参考汇率的确定、维持目标区的有效方法等。

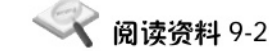
9.6.4 国际货币体系的发展前景

以上这些方案只是众多改革方案中较为重要的几个，总的看来，国际货币体系的改革方向主要集中在国际储备资产的确定和汇率制度的选择两个方面。

从已提出的主要汇率制度和改革方案来看，多数人主张建立某种形式的固定汇率制度，也有人主张保持目前的各国自由选择汇率安排的混合汇率制度，但要求主要国家协调政策、联合行动，以实现汇率稳定。实行固定汇率制度需要有一定的客观条件，目前是行不通的。在各国通货膨胀率、经济增长率、国际收支状况和货币政策都存在很大差异的条件下，实行固定汇率制度没有基础。目前通过各国之间的政策协调和共同干预来稳定汇率，降低波动幅度的方案经过国家间的努力有可能实现，至少在一定程度上可能实现，因为合作、协调制度、相互让步对各方面都有好处。至于国际汇率制度的发展前景，一方面取决于各主要国家间货币合作的密切程度，另一方面取决于国际储备货币的发展状况。

国际储备资产的确定和汇率制度的选择这两个国际货币体系改革的主要方向上，国际储备资产的确定是基本的。有关国际货币改革的方案和建议，都是围绕着以什么资产来替代美元的问题。在当今的国际经济形势下，美元越来越不能胜任主导国际储备货币的角色了，在多元化的国际储备货币中任何一种货币的汇率上浮或下浮都会影响国际货币体系的稳定，从长远来看，还应发展统一的世界货币，这一趋势在众多的国际储备改革方案中都会有所反映。

如前所述，从国际货币体系的发展总体趋势来看，它的长远目标是创立一种既不依赖黄金，又不依附于单一国家货币的统一的世界货币，这是国际货币体系发展的必然趋势。现在的关键问题是发行统一货币就必须建立统一的世界范围的中央银行或类似的机构，并实行统一的世界货币政策，这一难度相当大，不过从经济发展的规律来看，随着世界经济一体化趋势的加强，经济利益的相关性会促进各国的政策协调，共同货币的理想在未来可能会实现。


阅读资料 9-2

周小川：关于改革国际货币体系的思考

2008 年美国金融危机的爆发和蔓延使我们再次面对一个悬而未决的老问题，那就是什么样的国际储备货币才能保持全球金融稳定、促使世界经济的发展。历史上的银本位制度、金本位制度、金汇兑本位制度、布雷顿森林体系都是解决该问题的不同制度安排，也是国际货币基金组织成立的宗旨之一。因此金融危机表明，这一问题不仅远未解决，而且由于现行国际货币体系的内在缺陷反而愈演愈烈。

从理论上讲，国际储备货币的币值首先应有一个稳定的基准和明确的发行规则以保证有序地供给；其次，其供给总量还可以及时、灵活地根据需求的变化进行增减调节；最后，这种调节必须超脱于任何一国的经济状况和利益。当前以主权信用货币作为主要国际储备货币是历史上少有的特例。此次危机再次警示我们，必须创造性地改革和完善现行国际货币体系，推动国际储备货币向着币值稳定、供应有序、总量可调节的方向完善，才能从根本上维护全球经济金融稳定。

(1) 2008 年美国金融危机的爆发并在全球范围内迅速蔓延，反映了当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险。

对于储备货币发行国而言，国内货币政策目标与各国对储备货币的要求经常产生矛盾，货币当局既不

能忽视本国货币的国际职能而单纯考虑国内目标，又无法同时兼顾国内外的不同目标；既可能因抑制本国通胀的需要而无法充分满足全球经济不断增长的需求，也可能因过分刺激国内需求而导致全球流动性泛滥。理论上“特里芬难题”仍然存在，即储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值的稳定。

当一国货币成为全世界初级产品定价货币、贸易结算货币和储备货币后，该国对经济失衡的汇率调整是无效的，因为多数国家货币都以该国货币为参照，经济全球化既受益于一种被普遍接受的储备货币，又成为发行这种货币的制度缺陷所在。布雷顿森林体系解体后，金融危机屡屡发生且愈演愈烈，全世界为现行货币体系付出的代价可能会超出从中获得的收益。不仅储备货币的使用国要付出沉重的代价，发行国付出的代价也日益增大。危机未必是储备货币发行当局的故意所为，而是制度缺陷使然。

(2) 创造一种与主权国家脱钩，并能保持货币长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体系改革的理性目标。

① 超主权储备货币的主张虽然由来已久，但至今没有实质性进展。20 世纪 40 年代凯恩斯就曾提出采用 30 种有代表性的商品作为定值基础建立国际货币单位“班科”的设想，遗憾的是未能实施，而其后以“怀特计划”为基础的布雷顿森林体系的崩溃显示凯恩斯的方案可能更有远见。早在布雷顿森林体系的缺陷暴露之初，国际货币基金组织就于 1969 年创设了特别提款权，以缓解主权货币作为储备货币的内在风险，遗憾的是由于分配机制和使用范围的限制，特别提款权的作用至今尚未得到充分发挥。但特别提款权的存在使国际货币体系改革有了一线希望。

② 超主权储备货币不仅规避了主权信用货币的内在风险，也为调节全球流动性提供了可能，由一个全球性机构管理的国际储备货币将使全球流动性的创造和调控成为可能，当一国主权货币不再作为全球贸易的尺度和参照基准时，该国的汇率政策对失衡的调节效果会大大增强，这能极大地降低未来危机发生的风险、增强危机处理的能力。

(3) 改革应从大处着眼，小处入手，循序渐进，寻求共赢。

重建具有稳定的定值基准并为各国所接受的新储备货币可能是个需要很长时间才能实现的目标。建立凯恩斯设想的国际货币单位更是人类的大胆设想，并需要各国政治家拿出超凡的远见和勇气来。在短期内，国际社会特别是国际货币基金组织至少应当承认并正视现行体制所造成的风险，对其不断监测、评估并及时预警。

同时应特别考虑充分发挥特别提款权的作用。特别提款权具有超主权储备货币的特征和潜力，它的扩大发行有利于国际货币基金组织克服在经费、话语权和代表权改革方面所面临的困难，因此，应当着力推动特别提款权的分配。这需要各会员国在政治上的积极配合，特别是应尽快通过 1997 年第四次章程修订及相应的特别提款权分配决议，以使 1981 年后加入的会员国也能享受到特别提款权的好处，在此基础上考虑进一步扩大特别提款权的发行。

特别提款权的使用范围需要拓宽，从而真正满足各国对储备货币的要求。

① 建立起特别提款权与其他货币之间的清算关系。改变当前特别提款权只能用于政府或国际组织之间国际结算的现状，使其能成为国际贸易和金融交易公认的支付手段。

② 积极推动在国际贸易、大宗商品定价、投资和企业记账中使用特别提款权计价。这不仅有利于加强特别提款权的作用，也能有效地减少因使用主权储备货币计价而造成的资产价格波动和相关风险。

③ 积极推动创立特别提款权计值的资产，增强其吸引力。国际货币基金组织正在研究特别提款权计值的有价证券，如果推行将是一个好的开端。

④ 进一步完善特别提款权的定值和发行方式。特别提款权定值的篮子货币范围应扩大到世界主要经济大国，也可将 GDP 作为权重考虑因素之一。此外，为进一步提升市场对其币值的信心，特别提款权的发行也可以从人为计算币值向有以实际资产支持的方式转变，可以考虑吸收各国现有的储备货币作为其发行准备。

(4) 由国际货币基金组织集中管理会员国的部分储备，不仅有利于增强国际社会应对危机、维护国际

货币金融体系稳定的能力，更是加强特别提款权作用的有力手段。

① 由一个值得信任的国际机构将全球储备资金的一部分集中起来管理，并提供合理的回报率吸引各国参与，将比各国分散使用、各自为政更能有效地发挥储备资金的作用，对投机和市场恐慌起到更强的威慑与稳定作用。对于参与各国而言，也有利于减少所需的储备，节省资金用于发展和增长。国际货币基金组织会员国众多，特别提款权也是全球唯一以维护货币和金融稳定为职责，并能对会员国宏观经济政策实施监督的国际机构，具备相应的专业特长，由其管理会员国储备具有天然的优势。

② 国际货币基金组织集中管理会员国储备，也将是推动特别提款权作为储备货币发挥更大作用的有力手段。国际货币基金组织可考虑按市场化模式形成开放式基金，将会员国以现有储备货币积累的储备集中管理，设定以特别提款权计值的基金单位，允许投资者使用现有储备货币自由认购，需要时再赎回所需的储备货币，既推动了特别提款权计值资产的发展，也部分实现了对现有储备货币全球流动性的调控，甚至可以作为增加特别提款权发行、逐步替换现有储备货币的基础。

本 章 小 结

国际货币体系又称国际货币制度，是支配各国货币关系的规则及国际间进行各种交易支付所依据的安排和惯例。它对国际贸易支付结算、国际资本流动、各国的外汇储备、汇率的调整、国际收支等方面产生重要影响。

国际货币体系经历了 3 个发展阶段：国际金本位制度时期、布雷顿森林体系时期和牙买加体系时期。

国际金本位制度是以黄金作为国际本位货币的制度。国际金本位制度按其货币与黄金的联系程度，可分为金币本位制度、金块本位制度和金汇兑本位制度。

布雷顿森林体系实际上是一种以"黄金—美元"的国际金汇兑本位制。美元直接与黄金挂钩，其他国家的货币与美元挂钩；实行可调节的钉住汇率制度；会员国不得对国际收支经常项目的支付或清算加以限制，在兑换性基础上实行多边支付；实施外汇与黄金并重，共同构成国际储备资产，美元处于与黄金等同的地位；建立了永久性的国际金融机构，即国际货币基金组织，国际货币基金组织通过预先安排的资金融通措施，保证提供辅助性的储备供应来源。

牙买加体系的内容：承认浮动汇率制度的合法化；推行黄金非货币化；提高特别提款权的国际储备地位，并作为各国货币定值的基础；增加会员国基金份额；增加对发展中国家的融资。

欧洲货币体系主要由欧洲货币单位、欧洲货币合作基金、稳定汇率机制 3 部分组成。

欧洲货币单位是一个"货币篮子"，类似于特别提款权，由欧共体各成员国的货币组成。每种货币在欧洲货币单位中所占的比重，是根据各国在欧共体内部贸易总额及 GDP 中所占份额加权平均计算的。

国际货币体系的改革方向主要集中在国际储备资产的确定和汇率制度的选择两个方面，国际储备资产的确定是基本的。

练 习 题

一、选择题

1．国际货币制度的核心是(　　)。

A．国际储备资产的确定　　B．货币比价的确定

C．汇率制度的确定　　D．国际支付原则的确定



2．典型的金本位制度是(　　)。

A．金币本位制度　　B．金块本位制

C．金汇兑本位制度　　D．信用纸币本位制

3．决定建立欧洲货币同盟的条约是(　　)。

A．马德里条约　　B．阿姆斯特丹条约

C．马斯特里赫特条约　　D．罗马条约

4．当前的国际货币体制是一种(　　)。

A．多元化储备货币体系　　B．浮动汇率制度

C．松散的国际货币制度　　D．“没有体制的体制”

5．以下历史事件及时间正确的是(　　)。

A．1979 年欧洲货币体系及欧洲货币单位建立

B．1993 年《马斯特里赫条约》正式生效，欧盟诞生

C．1999 年欧元诞生

D．2002 年欧元正式流通

二、填空题

1．布雷顿森林体系的“两大支柱”是指(　　)、(　　)。

2．承认浮动汇率合法化的国际货币体系是(　　)。

3．(　　)年 7 月，在美国新罕布什尔州的(　　)举行由(　　)国代表参加的联合国货币金融会议。通过了以(　　)为基础的《国际货币基金组织协定》、《国际复兴开发银行协定》，确立了以(　　)为中心的国际货币体系，即(　　)。

4．(　　)年 4 月 1 日，修改后的国际货币基金协定正式生效，这就是著名的《牙买加协定》。

5．欧洲货币体系的核心是(　　)。

三、判断题

1．国际金本位制度的最大缺点是国际经济和贸易的发展要受制于世界黄金产量的增长。　(　　)

2．布雷顿森林体系实际上是以美元为中心的金汇兑本位制。　(　　)

3．在布雷顿森林货币体系下的固定汇率制度，严格说来是可调整的钉住汇率制度度。　(　　)

4．《阿姆斯特丹条约》是在《马约》基础上修改而成的新欧盟条约。　(　　)

5．黄金非货币化是指黄金既不是各国货币定值的标准，也不能用于官方之间的国际结算。　(　　)

四、思考题

1．简述国际货币体系的内容。

2．简述金本位制度的缺陷所在。

3．布雷顿森林货币体系的主要内容是什么？如何评价布雷顿森林货币体系？

4．牙买加货币体系的主要内容是什么？如何评价现行的国际货币体系？

5．简述欧洲货币体系的主要内容。

6．目前有关国际货币体系改革的具体建议有哪些？

五、案例分析

从金融危机看国际货币体系改革

与最近的多次高级别国际会议一样，在奥巴马时期的首次中美年度对话期间，国际货币体系的改革也成为一个备受关注的话题。美国财政部中国事务高级协调人洛文杰在记者会上透露，中方在第一天的对话中再次表达了改革国际货币体系的意愿。

1．危机让美国放下骄傲

国际货币基金组织在 2009 年的 4 月 20 日公布了 2 500 亿美元特别提款权的增发方案，为发展中国家

分配了1 000亿美元的SDR。上海社科院世界经济研究所副所长徐明棋表示，特别提款权的增发，意味着其在国际货币体系中作用和地位的提升。他指出，在很长一段时间内，随着世界经济规模的扩大和储备货币的快速增长，特别提款权已逐步被“边缘化”。“不管怎么样，这算是一个好的现象，因为本来美国一直反对特别提款权增发。”徐明棋说。对美国来说，虽然也增加了特别提款权的规模，但其实并不需要。但对发展中国家来说，增发特别提款权却是很有好处的。徐明棋认为，美国同意增发特别提款权，为的是换取中国等国家的支持，以便美国继续推行大规模经济刺激。美国希望通过让步换取其他国家继续增持美国国债，这对美国国内金融市场和经济的稳定是有利的。

华盛顿布鲁金斯研究所高级学者、前国际货币基金组织中国部门主管普拉萨德则指出，相比以前，此次对话更加凸显了中国作为美国平等对话伙伴的地位，这表明世界权力明显已经转移。

2. 特别提款权能否当超主权货币

美国咨询机构高频经济的首席经济学家温伯格表示，在这次战略与经济对话期间，两国将就中国在国际货币体系改革中的地位展开坦率交流。他预计，中国会加紧推动美元之外的替代储备货币，并在国际货币基金组织和世界银行中争取发挥更大作用。

在对现有货币体系的改革方面，“超主权货币”一直存有争议。一些人认为，超主权货币的主张不是很现实。世界银行发展预测局国际金融主管曼索尔·戴拉米日前在上海表示，现在大家都在说应当考虑用特别提款权取代美元，但问题是这一设想可能并不现实。特别提款权要成为国际货币，首先面临程序上的障碍，需要在国际货币基金组织内部85%的投票权批准。“真正要把特别提款权作为一种储备货币，我们还有很长的路要走，这取决与各国政府多大程度上愿意把手中的外汇储备投资于特别提款权。”戴拉米说。

不过，徐明棋认为，特别提款权本身就具备作为超主权货币的特质，特别是在最近的大规模增发后，“虽然特别提款权不是一种完整的货币，但在官方资产交易中，它就是货币，起着记值和储备的作用”。徐明棋说：“它只是没有在市场上被用做直接的交易媒介，但随着时间推移将来也是可以推出相应的特别提款权工具。”

3. 人民币国际化利在全球

多位专家都指出，中国推动国际货币改革的目标已经非常明显，即实现储备和结算货币的多元化。就现实的目标而言，推动人民币的国际化将是当务之急，这也是符合全球利益的选择。

戴拉米表示，回顾过去六七十年，旧的国际货币体系一直在“小修小补”维持到现在，“现在好比1944年那样，应当下定决心，对这个体系做一次根本性的改革”。戴拉米说：“而我本人相信机会已经来到我们面前，但我们需要国际社会采取明确的行动和关键的行动。”戴拉米特别指出：“人民币的国际化不仅仅能够让中国受益，也能够让全世界受益。”戴拉米说，他认为，人民币的国际化，可以从欧元获得一些借鉴，可以考虑以欧元作为一个模版制定中国的行动计划。

中国商务部研究员梅新育指出，现行国际货币体系变革途径有两条：革命、改良。目前的很多提法还是在“改良”的范畴。“但是，无论改良论者如何强调另起炉灶的成本如何高昂，现行国际金融体系安排如何有其合理性，我们都必须做好革命的准备并为此采取小步潜行的做法。”

美国耶鲁大学管理学院金融学终身教授陈志武则指出，从长远看，对一些较大依赖出口的国家，最好的局面还是单一贸易结算货币，而不是5种、10种甚至更多的结算货币体系，这对出口的持续增长不利。只不过，这样的单一货币该由谁来掌握，美国、中国、欧洲还是某一个世界政府，还是一个有待探讨的话题。

(资料来源：孙睦优，黄娟. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2012.)

问题：

结合本章所学理论知识，分析国际货币体系改革的必要性，并提出一些有针对性的改革建议。

第10章 国际金融机构

教学目标

通过本章的学习掌握国际货币基金组织、世界银行集团、区域性金融机构的概念，国际金融组织产生的背景及我国与国际货币基金组织和世界银行的关系；领会国际货币基金组织、世界银行集团的宗旨；掌握国际金融组织基本业务活动和贷款条件及从不同的国际金融组织融资的方法和途径。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
国际金融机构	了解国际金融机构的产生、发展、特点和作用	(1) 国际金融机构的产生和发展 (2) 国际金融机构的特点和作用
国际货币基金组织	掌握国际货币基金组织的宗旨、结构、资金来源及业务活动	(1) 国际货币基金组织的宗旨 (2) 国际货币基金组织的结构 (3) 国际货币基金组织的资金来源及业务活动
世界银行集团	了解世界银行集团的组成，掌握国际复兴开发银行的宗旨、组织结构、资金来源及其业务活动	(1) 国际复兴开发银行 (2) 国际开发协会 (3) 国际金融公司 (4) 国际投资争端解决中心 (5) 多边投资担保机构
区域性国际金融机构	了解主要的区域性国际金融组织	(1) 国际清算银行 (2) 亚洲开发银行 (3) 其他区域性国际金融机构



导入案例

2008 年 9 月，全球金融海啸冲击冰岛，冰岛货币克朗急剧贬值，固定汇率不能维持，三大商业银行破产，存款人大量挤兑，市场动荡不安。在这岌岌可危时刻，冰岛政府紧急向国际货币基金组织申请贷款援助，以求稳定市场，维持金融系统的运转；但国际货币基金组织迟迟不能做出决定，从而使金融危机的影响日益严重，事业增加，企业倒闭，社会动荡。直至 2008 年 10 月 20 日，国际货币基金组织才与冰岛政府达成初步协议，由国际货币基金组织率先向其提供 60 亿美元的紧急援助贷款，但国际货币基金组织只出资 10 亿美元，其余 50 亿美元需分别与有关国家谈判落实。国际货币基金组织业务经营方式的特点决定了其贷款程序的复杂、烦琐，但它发放的紧急援助贷款在冰岛政府应对金融危机的过程中还是起到了一定的缓解作用。

除国际货币基金组织作为一个全球的国际金融组织外，尚有一全球性国际金融组织—世界银行集团。另外，从经济区域看，尚存在一些区域性国际金融组织，如亚洲开发银行、非洲开发银行等。这些组织的职能发挥和业务发展与我国国际收支均衡、汇率稳定及大型工程项目的建设关系密切，因此，应了解这些组织的宗旨、职能、融资条件等，以便为我所用。

以上资料显示在经济全球化、一体化、自由化的背景下，国际金融机构在很多领域都在发挥独特的作用。

(资料来源：郭晓晶. 国际金融[M]. 北京：清华大学出版社，2005.)

基本概念

国际金融机构　国际货币基金组织　份额　世界银行集团　世界银行　国际复兴开发银行　国际开发协会　软贷款　硬贷款　国际金融公司　国际清算银行　亚洲开发银行

10.1 国际金融机构概述

国际金融机构通常是指为了稳定和发展世界经济而从事国际金融管理及国际金融活动的超国家性质的组织机构。二战后，一系列国际金融机构相继涌现，在国际货币关系与世界经济的发展中(尤其是在特定的方面和特定地域的国际金融活动中)发挥着越来越重要的影响和作用，并构成当代国际金融领域的突出现象。

10.1.1 国际金融机构的产生和发展

一战之前，资本主义国家的货币信用和国际结算制度尚处于建立和形成阶段，虽然它们在货币信用与国际结算领域也存在着一定的矛盾，但还不十分尖锐。一些国家的国际收支都有顺差，资金可以自由调拨，因此没有形成国际金融机构的现实需求。

一战爆发以后，由于经济发展的不平衡加剧，国家之间特别是发达国家之间的矛盾日益尖锐。同时由于通货膨胀的急速发展与国际收支逆差严重，多数国家在货币、外汇和国际结算方面发生了困难，因而形成了设立国际金融机构的需求。1930 年 5 月，为了处理一战后德国的赔偿支付及其有关的清算等问题，依据在海牙会议上签订的国际协议，英国、法国、意大利、比利时、日本 5 国的中央银行与代表美国银行界利益的摩根银行、纽约和芝加哥的花旗银行在瑞士巴塞尔成立了国际清算银行(bank for international settlements，BIS)。国际清算银行的成立标志着建立国际金融机构的重要开端。

二战是大多数西方国家的经济遭受严重破坏，国际货币制度一片混乱。同时，战后各民族国家纷纷独立，迫切要求发展民族经济，但是它们在货币信用和国际收支等方面困难也很大，因而寄希望于有专门的组织满足其发展的需要。美国在二战期间积累了巨额财富，在对外贸易、资本输出、黄金储备等方面都夺得了世界霸权。1944 年 7 月，44 个国家在美国的新罕布尔什州召开了联合国货币金融会议，通过了《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》。根据这两个协定，1945 年 12 月，29 个国家的政府批准成立国际货币基金组织和国际复兴开发银行。为了补充世界银行的活动，推动其目标的实现，世界银行后来又设立了 4 个附属机构，世界银行及其附属机构又统称世界银行集团(Word Bank Group)。目前，国际货币基金组织和世界银行集团是世界上会员国最多、机构最庞大、活动范围最广、影响也最深远的全球性国际金融机构。

从 20 世纪 50 年代末到 70 年代，亚非拉广大发展中国家先后走上了民族独立的经济发展道路。为了发展本国经济，解决资金短缺的困难，抵制以美国为首的少数西方国家对国际金融事务的操纵和控制，经过区域内的协调与合作，纷纷组成区域性的国际金融机构，以谋求本地区各国经济的持续稳定发展。区域性国际金融机构又可分为两种类型：一种是严格区域性国际金融机构，它是由某一地区国家组成并且为本地区经济服务的机构，如欧洲投资银行、阿拉伯货币基金组织、伊斯兰发展银行、西非发展银行、石油输出国国际发展基金等；另一种是宽泛的或称为半区域性的国际金融机构，如亚洲开发银行、非洲开发银行、泛美开发银行等。这类机构虽然主要进行区域性货币信贷安排，从事区域性金融活动，但其参与国却有区域外的，如亚洲开发银行，其业务对象主要是亚太地区，但其会员国却不限于亚太地区。

阅读资料 10-1

金融机构应对金融危机

自 2007 年以来美国次贷危机逐步演化为全球性的金融危机。为应对此次百年一遇的全球经济挑战，国际社会积极采取行动，展开了多层次、多角度的危机应对合作。一是加大多边国际金融组织的金融支持力度，包括将国际货币基金组织的可用资金提高至 7 500 亿美元；支持 2 500 亿美元的最新特别提款权配额；支持多边发展银行至少 1 000 亿美元的额外贷款；为贸易融资提供 2 500 亿美元的支持；通过国际货币基金组织为最贫穷国家提供优惠融资等。二是加强国际金融监管协调。就国际监管形成一致的行动方案，并发布《加强金融系统》的宣言，明确提出创立金融稳定委员会(Financial Stability Board，FSB)，使其与国际货币基金组织进行合作，对宏观经济和金融危机风险发出预警，并采取必要行动解决这些危机；改进资产估值和准备金标准等全球会计准则；扩大监管措施的适用范围等。三是对国际货币基金组织和世界银行等主要国际金融机构的授权、规模和治理等进行现代化改革，使之适应世界经济的变化和全球化的新挑战，同时增加新兴市场、发展中国家和穷国的话语权和代表权。

(资料来源：杜玉兰. 国际金融. 北京：科学出版社. 2010.)

10.1.2 国际金融机构的特点和作用

(1) 二战后迅速发展的国际金融机构类型不同，但有许多共同点。

① 都是政府间国际金融机构。二战前建立的国际清算银行是国有资本和私人垄断资本联合建立的国际金融机构，因而其业务活动范围和所起的作用都非常有限。二战后建立的

国际金融机构则不同，它们由各国政府出资建立、委派代表组成国际金融机构的领导机构。

② 股份公司的企业机构。同联合国的其他国际机构不同，各国际金融机构都是经营国际信贷的金融企业。它们的组织原则也不同于联合国所属各国组织的一国一票的原则，而同股份公司的投票原则相似。会员国须按各自的经济实力缴纳股金，作为国际金融机构的资本；每个会员国均在理事会有投票权，但表决权的大小同出资的多少成正比例关系：出资最多的若干国家各委派代表组成处理该国际金融机构日常业务的执行董事会。

② 国际金融机构在处理一些具体事务中呈现明显的不平等性。几个全球性的金融机构都是在大国控制下；国际金融机构往往干预发展中国家的经济政策和发展规划；贷款条件严格。广大发展中国家的意见和建议往往得不到充分反映，更谈不上付诸实施。

(2) 二战后世界经济发展的实践证明，国际金融机构自建立以来，虽然不免有其自身的缺陷和不足，如发展中国家获得国际金融机构贷款的条件日趋恶化，利息率不断提高，汇率波动频繁，加重了发展中国家的债务负担和支付困难；另外，国际金融机构往往要求发展中国家在接受贷款时，必须按照它们的意图调整本国经济，因而在一定程度上干预了发展中国家经济生活的内政，也妨碍了它们民族经济的自由发展。但在加强国际经济合作，发展世界经济，特别是在稳定国际金融、扩大国际贸易、提供发展基金及开发落后地区方面还是卓有成效的。具体来说，国际金融机构最主要的积极作用如下。

① 加强国际经济协调。国际金融机构经常组织商讨国际经济、金融领域的重大事情，以协调各国间的相互关系。例如，在 20 世纪 80 年代国际债务重新安排和 90 年代金融动荡中，国际货币基金组织起到了相当大的协调作用。

② 稳定汇率，保证国际货币体系的运转，促进国际贸易的增长。

③ 提供短期资金，解决有些国家的国际收支逆差问题，在一定程度上缓解了国际支付危机。

④ 调节国际清偿能力，应付世界经济发展需要。例如，国际货币基金组织发放的普通提款权和特别提款权，增强了会员国的国际清偿力。

⑤ 提供长期发展资金，促进发展中国家经济发展。

10.2 国际货币基金组织

国际货币基金组织是目前世界上最重要的全球性国际金融机构，它是联合国专营金融业务的专门机构。其总部设在华盛顿，1947 年 3 月 1 日正式开始运作，并于同年 11 月 15 日与联合国签订了相互关系协定，成为联合国的一个专门机构，与世界银行集团、世界贸易组织一起构成战后国际经济秩序的三大支柱。截至 2011 年 6 月，国际货币基金组织已有 185 个会员国。中国是国际货币基金组织的创始国之一，但由于历史原因，中国的合法席位于 1980 年 4 月 18 日才恢复。

10.2.1 国际货币基金组织的宗旨

《国际货币基金组织协定》第一部分对国际货币基金组织的宗旨归纳为以下 6 条。

(1) 作为一个永久性的国际金融机构，为国际货币问题的磋商和协作提供便利，从而推动国际货币领域的合作。

(2) 促进国际贸易的扩大与平衡发展，从而提高和维持高水平就业和实际收入，开发会员国的生产性资源，并以此作为经济政策的首要目标。

(3) 促进汇率稳定，维持会员国间有序的汇兑安排，避免竞争性贬值。

(4) 协助在会员国间建立经常性交易的多边支付体系，消除阻碍国际贸易发展的外汇限制。

(5) 在有充分保障的条件下，对会员国提供暂时性资金融通，使其增强信心纠正国际收支失衡，而不至于采取有损于本国或国际繁荣的措施。

(6) 根据上述宗旨，缩短会员国国际收支失衡持续的时间，并减轻失衡的程度。

国际货币基金组织自成立以来，对《国际货币基金组织协定》修改过 3 次，但上述宗旨始终没有改变。由此可见，虽然世界经济和政治格局发生了巨大的变化，但是国际货币合作的重要性并未因此而弱化。相反，新会员国的加入正好说明，随着国际经济的发展，经济、贸易和投资往来及相互依赖性的增加，这种国际货币、汇率政策的合作协调显得尤为重要。

国际货币基金组织的宗旨是通过规范会员国在金融政策方面的行为来实现的。根据上述宗旨，国际货币基金组织制定了会员国必须遵守的行为准则。它要求会员国稳定汇率，维持与其他会员国之间有秩序的汇兑安排，避免竞争性贬值，建立自由的国际支付体系，即实现货币自由兑换并取消外汇管制。遵守这些准则本身并非目的，而稳定汇率、取消外汇管制和实行货币自由兑换的具体目的是要使会员国实现充分就业和最大限度地开发生产性资源，这也是二战结束时几乎所有国家公认的主要目标。这种新型合作是要一改昔日以邻为壑的局面，使本国目标与国际目标相一致。

10.2.2 国际货币基金组织的结构

国际货币基金组织由理事会(board of governors)、执行董事会(board of executive directors)、总裁(managing director)和业务机构组成。

1. 理事会

理事会是国际货币基金组织的最高权力机构，由各会员国选派一名理事和一名副理事组成，一般是由财政部长或中央银行行长担任理事，而各国外汇管理机构的负责人担任副理事，副理事只有在理事缺席时才有投票权。理事与副理事任期 5 年，可连任，任免由各会员国自定。作为最高权力机关的理事会的主要职权是批准接纳新会员国；修改基金份额，普遍调整各会员国货币平价，决定会员国退出国际货币基金组织，讨论决定有关国际货币制度等重大问题。理事会每年举行一次会议，所有会员国都参加。1972 年理事会下设“二十四国委员会”，1974 年后改为由 22 个部长级成员组成的“临时委员会”(Interim Committee)，每年召开 3 或次会议。该委员会是最重要的决策机构，具有管理和修改货币制度的决定权，而且在大多数情况下，它所做出的决定等同于理事会的决定。

2. 执行董事会

执行董事会是国际货币基金组织负责处理日常业务的常设机构。它受理事会委托，定期处理各种行政和政策事务，如审议会员国提出的资金申请，制定一般决策性的决定，向理事会提出年度报告，对会员国经济与金融方面的问题进行研究，等等。执行董事会名额

原来为 12 人，现已增至 24 人，其中持有最大份额的 6 个会员国美国、日本、德国、法国、英国和沙特阿拉伯各有 1 名，中国和俄罗斯各 1 名，其余 16 个名额每两年由其他会员国中按国家集团或地区分组选举产生。执行董事按所代表的国家的投票权进行投票，由会员国联合推选的执行董事，则按照这些国家加在一起的投票权进行投票。执行董事会应选举总裁一人，任期 5 年，理事或执行董事均不能兼任总裁。作为执行董事会的主席，除非双方票数相等时得投票决定票外，无投票权。

3. 总裁

总裁是国际货币基金组织的最高行政首脑，是执行董事会主席，由执行董事会选举，负责管理国际货币基金组织的日常工作。在通常情况下无投票权，只有在执行董事会投票表决出现双方票数相等时，才可投决定票。总裁历来由欧洲人担任，传统上副总裁只设 1 人，由美国人担任。1994 年 6 月初，执行董事会批准了总裁提出的建议，将基金组织副总裁的数目由 1 名增加到 3 名，这是 1949 年以来国际货币基金组织高级管理部门结构的首次重大变动。

4. 业务机构

国际货币基金组织设有 16 个部门，负责经营管理日常业务。此外，国际货币基金组织还有两个永久性的海外机构，即欧洲办事处(设在巴黎)和日内瓦办事处，并在纽约联合国总部派驻 1 位特别代表。

在理事会与执行董事会之间还有两个机构：一个是“国际货币基金组织关于国际货币制度的临时委员会”，简称“临时委员会”，另一个是“世界银行和国际货币基金组织理事会关于实际资源向发展中国家转移的联合部长级委员会”，简称“发展委员会”(development committee)。这两个委员会都是部长级委员会，每两年开会 2～4 次，讨论国际货币体系和开发援助等重大问题。

国际货币基金组织是以会员国入股的方式组成的企业经营性质的金融机构，凡是愿意履行《国际货币基金协定》的国家或地区都可以加入该组织。其具体程序是提交申请，经执行董事会商定加入的条件；交理事会批准；最后在协定上签字。会员国若自愿退出，只要书面通知国际货币基金组织即可；若会员国不履行协定规定义务，国际货币基金组织有时可强制其退出。国际货币基金组织的一切重大问题或决议要有 80%～85%的赞成票通过方能生效，投票表决权的分配与会员国认缴的基金份额相关，每个会员国都有基本票数 250 票，每增加 10 万美元的认缴份额，即增加 1 票，因而份额越大，票数越多，表决权也越大。另外，国际货币基金组织还随时根据会员国的债券债务关系调整会员国的票数，如规定到投票日止，会员国的货币贷出额每达到 40 万美元，增加一票；反之，每借入 40 万美元，减少一票。目前，美国、欧、日本和欧洲发达国家在国际货币基金组织中的投票权占绝对优势。特别是美国在基金组织会员国交纳的份额最多，所得投票权最多，对国际货币基金组织的政策和方针享有否决权。

10.2.3 国际货币基金组织的资金来源及业务活动

1. 国际货币基金组织的资金来源

国际货币基金组织为贯彻其宗旨，维护组织内部正常运营，必须有充足的资金。其资金来源为份额、借款和信托基金。

1) 份额

份额是指一会员国参加基金组织时要认缴一定数额的款项，这是国际货币基金组织的主要资金来源。国际货币基金组织犹如一家“股份公司”，份额犹如“股份”，认缴的份额大，权利大。份额一旦认缴，就成为国际货币基金组织的财产。份额目前以国际货币基金组织创立的记账单位特别提款权来表示。会员国应缴份额的多少，要综合考虑会员国的国民收入、黄金外汇储备、平均进出口额、出口变化率和出口额占 GNP 的比例等因素，最后由国际货币基金组织同会员国磋商确定，每隔 5 年重新审查一次，并对个别国家的份额进行调整。

国际货币基金组织最初创立时，各会员国认缴的份额总值 76 亿美元。此后，随着新会员国的不断增加及份额的不断调整，份额总数不断增加，根据 2011 年 3 月数据显示，国际货币基金组织份额中美国拥有的份额最大，占总份额的 17.67%，它实际上对国际货币基金组织的方针政策享有否决权。我国在国际货币基金组织中所占份额已从 3.72%升至 2012 年的 6.39%。

会员国所缴纳的基金份额的作用有 4 方面：第一，构成国际货币基金组织发放短期信用的资金来源；第二，决定会员国投票权的大小；第三，决定会员国从国际货币基金组织借款或提款额度的高低；第四，决定会员国分得特别提款权的多少。

2) 借款

国际货币基金组织的另一个资金来源是借款，国际货币基金组织通过与会员国协议，向会员国借入资金，作为对会员国提供资金融通的一个来源。1962 年 10 月 24 日生效的“十国集团”的“借款总安排”(general agreements to borrow)，是第一次借款资金安排，目的是稳定美元汇率。1974～1976 年，为了解决非产油国家的石油进口和国际收支困难，国际货币基金组织设立了“石油贷款”，其资金来源也是通过借款筹得。国际货币基金组织可选择任何货币和任何来源寻求所需款项，既可以向会员国政府借款，也可以向私人组织(包括商业银行)借款。

3) 信托基金

国际货币基金组织于 1976 年 1 月决定将其所持有黄金的 1/6 即 2 500 万盎司分 4 年按市价出售，以获得利润中的一部分，所得的利润(即市价超过原黄金官价 1 盎司黄金＝35 美元的部分)共 46.4 亿美元作为“信托基金”，向最贫困的发展中国家提供优惠贷款，它是一项特殊的资金来源。

2. 国际货币基金组织的主要业务活动

国际货币基金组织对会员国的贷款申请始终是很慎重的，对那些已经陷入危机而需要巨额援助的会员国，更会附上严厉的贷款条件。一般来说，当一会员国向其申请贷款时，国际货币基金组织首先会组织“专家小组”，直接赴借款国实地考察，分析该国的经济形势尤其是国际收支存在的问题，并由“专家小组”制定一组综合的经济政策和经济目标，即经济调整计划，借款国只有同意并接受该调整计划，才能获得贷款资格。而且国际货币基金组织对贷款的发放也不是一步到位的，而是以一定的时间间隔分期发放，如果借款国没有履行贷款条件，国际货币基金组织停止发放新的贷款。

设立国际货币基金组织的目的最初在于维护布雷顿森林体系的正常运行，因而其业务

活动主要是同汇率监督、储备资产创造和为国际收支赤字的国家提供短期资金融通相联系，并为会员国提供各种培训咨询服务。

1) 汇率监督

为了保持有秩序的汇率安排，国际货币基金组织一方面要求会员国在出现国际收支根本性失衡的情况下，与之协商是否改变会员国的货币平价，另一方面对会员国的宏观经济政策进行检查和协调。汇率监督的主要内容是："在会员国总的经济情况和经济政策战略的一种广泛分析结构内"估价会员国的经济政策；促进国际货币合作和国际金融合作；限制会员国家实行外汇管制和其他贸易壁垒，以促进国际贸易的发展。

为使国际货币体系正常运转，保持国际金融秩序的稳定和世界经济的增长，国际货币基金组织要求各会员国遵循以下几点。

(1) 努力将各自的经济和金融政策的目标放在实现促进有秩序的经济增长这个目标上，既可实现合理的价格稳定，又适当照顾自身的国情。

(2) 努力创造有序的经济、金融条件及不会经常造成动荡的货币制度，以促进稳定。

(3) 避免操纵汇率或国际货币基金制度来妨碍国际收支的有效调整或取得对其他成员不公平的竞争优势。

(4) 奉行与国际货币基金组织所规定的原则相一致的汇兑政策。

国际货币基金组织的监督有两种形式：

第一，在多边基础上的监督。国际货币基金组织通过分析发达国家的国际收支和国内经济状况，评估这些国家的经济政策和汇率政策对维持世界经济稳定发展的总体影响。国际货币基金组织要求主要发达国家应就经济发展和经济前景，国际资本市场出现的一些重要问题进行定期磋商，以促进工业化国家在国际货币金融领域的合作和加强相互间宏观经济政策的协调。

第二，在别国基础上的监督。主要是检查各会员国的汇率政策是否符合《国际货币基金组织协定》所规定的义务和指导原则。国际货币基金组织要求所有会员国将其汇率安排的变化通知国际货币基金组织，从而使国际货币基金组织能够及时进行监督和协调。

根据《国际货币基金组织协定》第四条第三款规定，汇率监督有 3 个主要的指导原则。

首先，会员国应避免为了调整本国的国际收支，或为了取得对其他会员国的不公平的竞争优势而操纵汇率或国际货币体系。

其次，会员国在必要时应干预外汇市场，以应付混乱局面，尤其是本国货币汇率出现的破坏性的短期波动。

最后，会员国在采取干预政策时，应考虑其他会员国的利益，包括其货币受到干预的国家的利益。

除对汇率政策进行监督外，国际货币基金组织原则上每年还应与各会员国举行一次磋商，对会员国经济、金融形势及有关经济政策做出评价，目的在于履行监督会员国汇率政策的职能，了解会员国经济发展状况和所采取的政策措施，从而能够迅速处理会员国提出的贷款申请。从多年的时间来看，国际货币基金组织在协调各国政策、稳定国际金融形势，特别是在缓和国际债务和金融危机等方面所起的作用是不可替代的。

2) 储备资产创造与管理

国际货币基金组织为解决美元危机和会员国国际清偿力不足的问题，于 1969 年 9 月第

24 届年会上创设了一种新的国际储备资产——特别提款权，并于 1970 年 1 月正式“发行”。特别提款权的分配是与会员国在国际货币基金组织的份额成正比的。

3) 资金融通

向会员国提供资金融通是国际货币基金组织最主要的业务活动。具体而言，国际货币基金组织主要对会员国提供多种类型的贷款。

(1) 普通贷款(normal credit tranches)。它是国际货币基金组织最基本的一种贷款，用于弥补会员国一般国际收支逆差的短期资金需要。该贷款的累计最高额度为会员国基金份额的 125%，期限为 3～5 年，利率随期限递增，第 1 年至第 5 年的利率分别为 4.375%、4.875%、5.375%、5.875%和 6.375%。根据会员国申请贷款的金额占其缴纳份额的比重，普通贷款被分为 5 个档次：0～25%、25%～50%、50%～75%、75%～100%、100%～125%。第一种贷款成为储备部分贷款(reserve tranche)，可自由提取，不付利息；后 4 种贷款称为信用部分贷款(credit tranche)，其中 25%～50%档次称为第一档信用部分贷款，条件较为宽松；50%～125%档次称为高档信用部分贷款，条件较严格，可见，档次越高，借款条件越苛刻。

(2) 出口波动补偿贷款(compensation financing facility，compensation financing of export fluctuations)。它设立于 1963 年 2 月，是初级产品出口收入短期下降而发生国际收支困难时，在普通贷款之外可另申请的一项专用贷款。1981 年该贷款范围扩大，会员国进口成本过高而面临国际收支困难时，也可申请此项贷款，其期限为 3～5 年，最高贷款额为会员国所缴份额的 100%，会员国出口收入恢复时须尽早偿还。1988 年 8 月该项贷款更名为“补偿与应急贷款”(compensatory and contingency financing facility)，强调了此项贷款主要用于解决国际收支中临时和偶然发生的困难，且该贷款的最高限额几经调整，最终为会员国份额的 83%。

(3) 中期贷款(extended facility)。它是国际货币基金组织于 1977 年 9 月设立的一项专用贷款，主要用于解决会员国长期的国际收支困难。其资金需求量比普通贷款所能借到的额度要大，可达会员国所缴份额的 140%，但又规定普通贷款与中期贷款两项总和不得超过会员国所缴份额的 165%，国际货币基金组织对这项贷款控制较为严格，要求会员国必须提交为实现宏观经济计划所采取的政策措施，并根据会员国家实现计划目标、执行政策的实际情况，分期发放贷款。其期限为 4～10 年，利率由第一年的 4.375%递增到第六年的 6.875%，备用安排期限 3 年，第四年后开始回购，10 年内分 16 次归还。

(4) 缓冲库存贷款(buffer stock financing facility)。它是 1969 年 6 月应发展中国家的要求而设立的一项专门贷款，用于满足初级产品出口国家为稳定国际市场上初级产品价格，而建立缓冲库存的资金需要。其最高借款额度为会员国份额的 45%，期限为 3～5 年。另外，由于此项贷款与出口波动贷款关系密切，故特限定该两项贷款总额不得超过借款国份额的 105%。

(5) 石油贷款(oil facility)。它是 1974 年 6 月～1976 年 5 月期间，专门为解决石油危机所致的国际收支困难的资金需要设立的一种临时性贷款，贷款对象既有发展中国家，也包括因石油涨价而引起国际收支困难的发达国家。石油贷款总额为 38 亿特别提款权，由石油输出国组织(organization of the petroleum exporting countries，OPEC)国家提供。贷款最高额度 1974 年为份额的 75%，1975 年升为 125%；期限为 3～7 年，利率较高，原定为 7%，1975 年为 7.625%～7.875%。此项贷款具有临时性质。1976 年 5 月后，种类贷款业务已告结束。

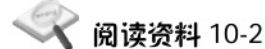
(6) 补充贷款(supplementary financing facility)。它是 1977 年 4 月设置的，又称维特芬贷款(Witteveen Facility)，用于补充普通贷款和中期贷款之不足，帮助会员国解决持续而严重的国际收支困难。该贷款总额为 100 亿美元，其中七个国际收支顺差的工业国家提供 52 亿美元，OPEC 国家提供 48 亿美元。期限 3.5～7 年，每年偿还一次，分期还清。前 3 年的利率为基金组织付给资金提供国的利率(7%)加 2%，此后则加 0.325%。贷款最高额为借款国所缴份额的 140%。

(7) 扩大贷款(enlarged access policy)。这是补充贷款承诺完成后，以同样的条件提供的一项贷款。贷款期限为 1 年，不超过份额的 150%，或 3 年不超过份额的 450%。该项贷款实在提取贷款后三年半开始偿还，到第七年年底还清，每半年一次，每次金额相同。

(8) 信托基金贷款(trust fund)。这是国际货币基金组织在 1976 年受托承办的一种贷款，资金来源于"信托基金"，国际货币基金组织将其持有黄金的 1/6(2 500 盎司)在 1976 年 7 月至 1980 年 6 月的 4 年内按市价拍卖，以所获利润(市价超过 35 美元官价的部分)建立一笔"信托基金"，按优惠条件向贫穷的发展中国家提供贷款，贷款期限为 10 年。所谓贫穷的发展中国家的标准，是指按 1973 年平均每人国民收入不超过 300 特别提款权单位的发展中国家。现此项贷款业务已终止。

(9) 结构调整贷款(structural adjustment facility)。该贷款于 1986 年 3 月设立，用于帮助国际收入发生持续性逆差的低收入国家的国际收支调节。贷款条件优惠，年利率仅为 0.5%～1%，期限一般为 10 年，且有 5 年宽限期，贷款最高限额为份额的 70%。会员国要获得该项贷款，必须有详细的经济调整计划，并且由国际货币基金组织或世界银行工作人员参与计划的制订，最后由国际货币基金组织核定批准。

(10) 制度转型贷款(systematic transformation facility)。该贷款设立于 1993 年 4 月，主要用于帮助解决由计划经济向市场经济转变引起的国际收支困难，由双边贸易转向多边贸易引起的国际收支困难；此项贷款最高额为份额的 50%，期限为 4～10 年。该项贷款已于 1995 年 12 月底停止运作。


阅读资料 10-2

国际货币基金组织总裁拉加德强调"可持续的经济未来"

作为国际金融机构，国际货币基金组织也是可持续发展的积极参与者。国际货币基金组织总裁克里斯蒂娜·拉加德(Christine Lagarde)在华盛顿发表讲话时称，经济与可持续发展问题密切相关，她希望通过"里约+20 峰会"倡导一个"可持续的经济未来"。

尽管国际货币基金组织目前正着力处理世界经济面临的危机，但是这并不意味着国际货币基金组织不关注发展问题。拉加德强调，可持续的发展包括经济的发展、环境保护和社会发展，而在这些方面，目前国际社会正面临着三重的危机。

拉加德表示："我认为今天我们面临着三重危机：经济危机、环境危机，还有日益增长的社会危机。全球经济仍然在动荡之中，这给经济增长和就业带来了不确定性；地球正在迅速变暖，其可能非常危险的结果正在显现；而在很多社会中，贫富差距都在扩大，紧张气氛也有增加。"

拉加德强调，要解决这些问题，必须解决可持续发展的基础问题、绿色经济发展问题和包容性发展的问题。作为全球经济治理的重要前沿，国际货币基金组织认为，当前最重要的任务就是维护世界经济复苏的步伐，保证财政和金融稳定，这是实现可持续发展的坚实基础，而解决欧洲债务危机则是当务之急。

拉加德说："解决这一问题要从发达国家开始，显然目前的重点是欧元区危机。我们要增加需求，让

经济增长再一次运转起来，这不是说要像4年前一样推出大规模的经济刺激计划，而是要把金融适应政策、利用公共资源对银行提供支持和在财政情况允许的条件下采取促增长的政策，包括促进投资的政策这些方面结合起来。”

拉加德同时提醒说，发展中国家也必须做好相应的准备，避免欧元区危机的蔓延伤及新兴经济体：“大部分发展中国家基本上现在表现还不错，他们做了应该做的事情，有足够的缓冲措施应对危机并且应用得当。他们应该重建这些‘政策缓冲带’，并且随时准备在危机恶化时使用。”

而关于环境保护问题，拉加德表示，尽管国际货币基金组织不是环保组织，但金融手段能够为环境代价“定价”，从而促进人们的环境保护意识和绿色经济发展。拉加德说：“定价非常重要，国际货币基金组织能够在这方面做出努力，因为这可以通过金融手段让人们对环境造成的损害能够在付出的代价中得到体现。如同老话说的，打破了东西得买下来。”

同时，拉加德认为，解决社会危机也是实现可持续发展的一个重要方面。她表示，所有人都应该享受到社会经济发展的果实。而眼下由于经济不景气，失业率高涨，让社会危机也有所发酵。因此她认为，解决就业问题是实现包容性发展眼下最主要的一个问题。拉加德说，可持续发展关系到全球的经济，全球社区的和谐和子孙后代，不管是发达国家还是发展中国家，都有责任将地球变成越来越美好的家园，希望参加“里约+20峰会”的领导人能够为人类社会未来的发展打下更加坚实的基础。

3. 中国与国际货币基金组织的关系

国际货币基金组织成立于1945年12月27日，中国是29个创始国之一，由于历史原因，中国的席位长期被中国台湾当局非法占据。1980年4月17日我国在国际货币基金组织的合法席位得以恢复，同时在国际货币基金组织内获得了单独选区的地位，从而有权选举自己的执行董事。

国际货币基金组织成立之初，中国在其中的份额是5.5亿美元，仅次于美国和英国，名列第三。1980年我国的合法席位恢复后，在国际货币基金组织的份额是12亿特别提款权，排名第八。后来，由于沙特阿拉伯特别增资和独立国家联合体国家加入国际货币基金组织，中国在国际货币基金组织的份额逐渐退居第11位，这与中国的经济实力极不相称。2012年，经过特别增资，中国在国际货币基金组织中的份额由原来的3.72%提高到6.39%，超越德国、法国和英国，位列美国和日本之后。

《国际货币基金组织协定》第四条规定，会员国应当避免操纵汇率和国际货币制度来妨碍国际收支的有效调整或取得对其他会员国的“不公平”竞争优势。为此，基金组织每年都对会员国进行审查监督，称为“第四条款磋商”。近年来，美国等西方国家不断指责我国操纵人民币汇率，故意低估人民币币值。在每年的第四条款磋商中，国际货币基金组织从未对我国汇率制度安排提出异议，证明了目前人民币汇率制度是符合《国际货币基金组织协定》的。

中国与国际货币基金组织每年举行的第四条款磋商，除涉及汇率安排外，还涉及中国经济发展和宏观政策问题。通过磋商，国际货币基金组织可以了解我国的经济发展情况及维持经济持续发展的宏观政策，并对包括金融部门、对外经济交往部门和国有企业的结构改革等方面发表自己的观点和建议。

近年来，中国与国际货币基金组织间的技术援助与合作也有了较大发展。自1990年以来，国际货币基金组织以代表团访问、研讨班、专家访问的形式对中国提供技术援助。技术援助侧重的宏观经济领域包括财政政策和税收征管；商业银行和重要银行立法；货币工

具和同业市场的建立；对外经常项目可兑换和统一的外汇市场；经济和金融统计等。此外，国际货币基金组织还就金融分析与规划、国际收支、公共财政、政府财政、货币与银行、对外资本项目可兑换及金融统计的编制方法等为中国官员提供培训。

10.3 世界银行集团

世界银行集团由国际复兴开发银行、国际开发协会、国际金融公司、解决投资争端国际中心和多边投资担保机构 5 个机构组成。不过，从法律地位和资金构成等方面看，国际复兴与开发银行、国际开发协会和国际金融公司都是独立的具有融资功能的金融机构，因而它们都是重要的、全球性的国际金融机构。而国际投资争端解决中心和多边投资担保机构则是附属于世界银行的非金融机构，前者负责国际投资争端的调节与仲裁，后者主要是为外国投资者承保在发展中国家投资的政治风险。

10.3.1 国际复兴开发银行

国际复兴开发银行，简称世界银行，是根据 1944 年 7 月布雷顿森林会议通过的《国际复兴与开发银行协定》而与国际货币基金组织同时建立的国际金融机构，1945 年 12 月 27 日正式成立。1946 年 6 月开始运营，1947 年 11 月成为联合国的专门机构，总部设在华盛顿。该行的成员国必须是国际货币基金组织的会员国，但国际货币基金组织的会员国不一定都参加世界银行。我国是创始成员国之一，于 1980 年 5 月 15 日恢复在世界银行的合法席位。

世界银行与国际货币基金组织两者起着相互配合的作用。国际货币基金组织主要负责国际货币事务方面的问题，其主要任务是向会员国提供解决国际收支暂时不平衡的短期外汇资金，以消除外汇管制，促进汇率稳定和国际贸易的发展。世界银行则主要负责经济的复兴和发展，向各会员国提供发展经济的中长期贷款。

1. 国际复兴开发银行的宗旨

按照《国际复兴开发银行协定条款》的规定，世界银行的宗旨如下。

(1) 通过对生产事业的投资，协助会员国经济的复兴与建设，鼓励不发达国家对资源的开发。

(2) 通过担保或参加私人贷款及其他私人投资的方式，促进私人对外投资。当会员国不能在合理条件下获得私人资本时，可运用该行自有资本或筹集的资金来补充私人投资的不足；

(3) 鼓励国际投资，协助会员国提高生产能力，促进会员国国际贸易的平衡发展和国际收支状况的改善。

(4) 在提供贷款保证时，应与其他方面的国际贷款配合。

世界银行在成立之初，主要是资助西欧国家恢复被战争破坏了的经济，但在 1948 年后，欧洲各国开始主要依赖美国的“马歇尔计划”来恢复战后的经济，世界银行于是主要转向发展中国家提供中长期贷款与投资，促进发展中国家经济和社会发展。

2. 国际复兴开发银行的组织机构

世界银行是具有股份性质的一个金融机构，设有理事会、执行董事会、行长及具体办事机构。

(1) 理事会。理事会是世界银行的最高权力机构，由每个会员国派理事和副理事各一人组成，任期5年，可以连任。理事会每年举行一次会议，通常与国际货币基金组织联合召开。理事会的主要职权为批准接纳新会员，增加或减少银行资本，停止会员国资本，及其他重大问题。

(2) 执行董事会。执行董事会是世界银行负责并处理日常业务的机构，行使理事会赋予的职权，执行董事会每两年委派或举行一次。现有执行董事24人，其中5人由持股最多的美、英、德、法、日5国指派。其余19人由其他会员国按地区分组选举。这24名执行董事监督管理世界银行的业务，包括批准贷款和担保项目，新的方针政策、行政预算等行政政策。

(3) 行长。执行董事会选举一人为行长，行长无投票权。只有在董事会表决中双方票数相当时，才能投决定性的一票。行长是世界银行办事机构的首脑，在执行董事会决定的方针指导下负责领导银行和办事机构的日常工作，负责任免银行的高级职员和工作人员。行长下设副行长，协助行长工作。

(4) 办事机构。世界银行的办事机构很庞大。目前，在总部内，按地区和专业设有约50个相当于局的机构，分别由18位副行长领导。

世界银行的工作人员来自世界上100多个国家，已超过6 000多人。

3. 国际复兴开发银行的资金来源

世界银行的资金来源主要有3个：会员国缴纳的股金、借款、业务净收益。

(1) 会员国缴纳的股金。世界银行是按股份公司的原则建立起来的企业性金融机构，凡会员国均需认购该行的股份。各会员国向世界银行缴纳的股金，依据各国的经济实力，并以它们各自在国际货币基金组织中所摊份额为准，即根据各会员国在世界贸易和国际收支中所占的比重而定。世界银行成立之初，法定资本为100亿美元，分为10万股，每股10万美元。各会员国认缴股金总额为76亿美元，实缴股金为认购金的20%，其中2%以黄金或美元缴纳，18%以本国货币支付，其余80%为待缴股金，在世界银行因偿还债务或保证贷款而催缴时，以黄金、美元或指定货币支付。由于会员国的不断增加，为满足老会员国增加认缴股金和新会员国认缴股金的需要，理事会对银行的法定资本进行了无数次增资，但增资却使得实缴股金在认缴股金中的比例逐步下降。

(2) 发行债券取得的借款。世界银行资金的另一主要来源是发行中长期债券。在实有资本极其有限而又不能吸收短期存款的条件下，世界银行主要通过在各国和国际金融市场发行债券来筹措资金。在世界银行的贷款总额中，约有80%是依靠发行债券借入的。世界银行发行债券的方式主要有两种：一是直接向会员国政府、政府机构或中央银行出售中短期债券；二是通过投资银行、商业银行等中间包销商向私人投资市场出售债券。用后一种方式出售的债券的比重正在不断提高。由于世界银行信誉优良，其发行的债券一直被评为AAA级，因而在国际资本市场上获得了比较优惠的融资条件，并成为世界上最大的非居民借款人。2000年1月，世界银行首次成功地发行了总额为30亿美元的电子债券。世界银

行的金融创新传统和金融实力，满足了不同投资者的需求。

(3) 业务净收益和其他资金来源。世界银行从 1947 年开始营业以来，除第一年有小额亏损外，每年都有盈余。世界银行将历年业务净收益大部分留作银行的储备金，小部分以赠款形式拨给国际开发协会作贷款资金。

世界银行还有两种辅助的资金来源，一种是借款国偿还的到期借款额，另一种是银行将部分贷款债券转让给私人投资者(主要是商业银行)而收回的资金。此外，世界银行的利润收入也是资金来源之一。

4. 国际复兴开发银行的主要业务活动

向会员国尤其是发展中国家提供贷款是世界银行最主要的业务。世界银行贷款从项目的确定到贷款的归还，都有一套严格的条件和程序。

1) 贷款的条件

第一，世界银行只向会员国政府，或经会员国政府、中央银行担保的公私机构提供贷款。

第二，贷款一般用于世界银行审定、批准的特定项目，重点是交通、公用工程、农业建设和教育建设等基础设施项目。只有在特殊情况下，世界银行才考虑发放非项目贷款。

第三，会员国确实不能以合理的条件从其他方面取得资金来源时，世界银行才考虑提供贷款。

第四，贷款只发放给有偿还能力，且能有效运用资金的会员国。

第五，贷款必须专款专用，并接受世界银行的监督。世界银行不仅在使用款项方面，而且在工程的进度、物资的保管、工程管理等方面都可进行监督。

2) 贷款的特点

第一，贷款期限较长。按借款国人均 GNP，将借款国分为 4 组，每组期限不一。第一组为 15 年，第二组为 17 年，第三、四组为最贫穷的会员国，期限为 20 年。贷款宽限期为 3～5 年。

第二，贷款利率参照资本市场利率而定，一般低于市场利率，现采用浮动利率计息，每半年调整一次。

第三，借款国要承担汇率变动的风险。

第四，贷款必须如期归还，不得拖欠或改变还款日期。

第五，贷款手续严密，从提出项目、选定、评定，到取得贷款，一般要 1 年半到 2 年时间。

第六，贷款主要向会员国政府发放，且与特定的工程和项目相联系。

3) 贷款的种类

第一，项目贷款。这是世界银行传统的贷款业务，也是最重要的业务。世界银行贷款中约有 90%属于此类贷款。该贷款属于世界银行的一般性贷款，主要用于会员国的基础设施建设。

第二，非项目贷款。这是一种不与具体工程和项目联系，而是与会员国进口物资、设备及应付突发事件、调整经济结构等相关的专门贷款。

第三，技术援助贷款。它包括两类，一是与项目结合的技术援助贷款，如对项目的可行性研究、规划、实施，项目机构的组织管理及人员培训等方面提供的贷款；二是不与特

定项目相联系的技术援助贷款，亦称“独立”技术援助贷款，主要用于资助为经济结构调整和人力资源开发而提供的专家服务。

第四，联合贷款。这是一种由世界银行牵头，联合其他贷款机构一起向借款国提供的项目融资。该贷款设立于 20 世纪 70 年代中期，主要有两种形式，一是世界银行与有关国家政府确定贷款项目后，即与其他贷款者签订联合贷款协议，而后它们各自按通常的贷款条件分别与借款国签订协议，各自提供融资；二是世界银行与其他借款者按商定的比例出资，由前者按贷款程序和商品、劳务的采购原则与借款国签订协议，提供融资。

第五，“第三窗口”贷款(the third window facility)，亦称中间性贷款(intermediate financing facility)，是指在世界银行和国际开发协会提供的两项贷款(世界银行的一般性贷款和国际开发协会的优惠贷款)之外的另一种贷款。该贷款条件介于上述两种贷款之间，即比世界银行贷款条件宽，但不如国际开发协会贷款条件优惠，贷款期限可长达 25 年，主要贷放给低收入的发展中国家。

第六，调整贷款(adjustment facility)。包括结构调整贷款和部门调整贷款。结构调整贷款的目的：通过 1～3 年的时间促进借款国宏观或部门经济范围内政策的变化和机构的改革，有效地利用资源，5～10 年内实现持久的国际收支平衡，维持经济的增长。结构调整问题主要是宏观经济问题和影响若干部门的重要部门问题，包括贸易政策(如关税改革、出口刺激、进口自由化)、资金流通(如国家预算、利率、债务管理等)、资源有效利用(如公共投资计划、定价、刺激措施等)及整个经济和特定部门的机构改革等。部门调整贷款的目的在于支持特定部门全面的政策改变与机构改革。

阅读资料 10-3

世界银行对中国的近期贷款情况

世界银行对中国的贷款计划主要是针对政府在基础设施、农村扶贫、自然资源管理等领域，通过财政资源及知识和能力建设来支持贷款项目。

世界银行从 1981 年开始第一笔贷款支持中国大学的发展，截至 2007 年 6 月 30 日，世界银行对中国的贷款总承诺额累计近 422 亿美元，共支持了 284 个项目，其中 70 个项目仍在实施中，使得中国的贷款总额成为世界银行最大的贷款之一。

世界银行贷款项目涉及国民经济的各个部门，遍及中国的大多数省、市、自治区，贷款项目主要集中在交通、城市发展、农村发展、能源、人类发展等领域，但各领域的项目重点都根据中国发展需求的变化而做出了调整。交通项目过去以建设贫困内陆省份与沿海发达省份之间的交通通道为重点，而现在更加侧重于建设农村道路和改善城市交通；城市项目的重点放在改善城市环境，包括可持续水资源利用、环境卫生、城市交通等；能源项目的重点放在引进节能增效和利用可再生能源的新模式上。近年来，世界银行通过国际复兴开发银行硬贷款与英国政府赠款相结合的创新机制保持社会部门和贫困农村地区的贷款。中国是执行世界银行贷款项目最好的会员国之一。2006 年 7 月 1 日～2007 年 6 月 30 日期间，世界银行向中国提供贷款约 16.4 亿美元，支持了 9 个项目。

(1) 四川城市环境治理项目。该项目旨在帮助四川省改善绵阳、遂宁、宜宾、攀枝花 4 个二级城市的主要市政功能，缓解土地开发、交通运输、环境治理等方面的基础设施瓶颈。

(2) 福建公路部门投资项目。该项目的目标是通过福建省对农村路网的升级改造和高速公路建设，降低交通运输成本，提高对公路基础设施的有效利用，使沿海省份之间的交通衔接更加健康，从而促进经济社会发展。

(3) 广西综合林业发展与保护项目。该项目的目标是帮助中国提高在木材生产、小流域保护盒自然保护的林业管理效率和机构安排，在广西壮族自治区项目地区加强对具有全球意义的生物多样性保护。

(4) 第三国家铁路项目。该项目旨在大幅度提高贵昆铁路六盘水至沾益段的运输能力，改善客货运输服务质量，缩短中转时间，实现双重集装箱列车运营。

(5) 山东环境二期项目。该项目旨在帮助山东省以可持续的方式改善环境，有九个山东省的市、县参与项目。全球环境基金为该项目提供了一笔500万美元的赠款，专用于通过引进化粪池管理技术试点，减少烟台海岸和渤海海域的陆源污染。

(6) 陕西安康公路发展项目。该项目将帮助中国西部的山西省改善公路交通。

(7) 微小企业贷款项目。世界银行此项新贷款支持的微小企业贷款项目，目标是在大众市场和商业可持续性的基础上扩大针对微小企业的贷款，目的是帮助国家开发银行开发一项新的业务，向参与项目的地方合作银行批发微小企业贷款和提供相关的技术支持。

(8) 西部省份农村供水。该项目旨在采取综合性和参与式的模式，使参与项目的社会获得可持续和公平的农村供水、环境卫生和健康教育服务，探索可以在其他省份推广的模式。

(9) 第二辽宁中等城市基础设施项目。该项目的目标是协助辽宁省八个中等城市提高供水、污水和垃圾处理率的可持续性，改善污水和垃圾处理，也有助于减少对渤海的污染，改善渤海水质。

(资料来源：http://www.worldbank.org/)

10.3.2 国际开发协会

国际开发协会是专向贫穷的发展中国家提供长期优惠贷款的国际性金融组织。它是世界银行的一个附属机构，建立于1960年9月，同年11月3日开业，总部设在华盛顿。国际开发协会刚建立时只有68个会员国，截至2011年财政年度已增至161个会员国，只有世界银行的会员国才有资格参加国际开发协会，但世界银行会员国不一定参加该协会，国际开发协会每年与世界银行一起开年会。我国是该协会会员国之一。

其宗旨主要是以比世界银行更为优惠的条件专门向会员国中较贫穷的发展中国家提供长期贷款，促进其经济发展、生产和生活水平的提高；同时作为世界银行贷款的补充，促进世界银行目标的实现。国际开发协会又有“第二世界银行”之称，西方国家也通常将世界银行当成是国际复兴开发银行(提供硬贷款机构)和国际开发协会(提供软贷款机构)的总称。

1. 国际开发协会的组织机构

国际开发协会的组织机构与世界银行相同，理事会是其最高权力机关，执行董事会是理事会下设的常设机构，负责组织领导日常业务工作。协会的正副理事、正副执行董事、正副经理分别由世界银行的正副理事、正副执行董事、正副行长兼任；其办事机构的各部门负责人也全由世界银行相应部门的负责人兼任。所以国际开发协会与世界银行是“两块牌子，一套人马”，名义上是一个独立机构，实际上是世界银行的附属机构。但两者在法律上和财务上相互独立，两者的股本、资产和负债相互分开，业务分别进行，不过是提供条件不同的贷款的两个窗口。

2. 国际开发协会的资金来源

国际开发协会的会员国按经济发展水平大体分为两组：第一组为工业发达国家或收入较高的国家，现有26个；第二组为广大发展中国家，现有134个。国际开发协会的资金来源主要有4个方面。

(1) 会员国认缴的资本。会员国认缴的股金数额根据各会员国在世界银行认缴股金金额的一定比例确定。按规定，第一组会员国认缴的股金必须全部以黄金或可自由兑换的货币缴纳；第二组会员国认缴的股金 10%以黄金或可自由兑换的货币缴纳，90%可用本国货币缴纳。

(2) 补充资金。为了保证国际开发协会的财源，维持其日益增长的信贷需要，会员国在一定时期内还须认缴一部分资金作为补充，其中，绝大部分由第一组会员国提供。

(3) 世界银行拨款。从 1964 年开始，世界银行每年将其净收入的一部分以赠款的形式拨给国际开发协会。

(4) 国际开发协会业务经营的净收益。由于国际开发协会的信贷十分优惠，所以净收益为数甚微。

20 世纪 80 年代后，国际开发协会的资金来源又有新发展，1982 年 10 月设立了一次特别基金，由会员国捐款构成，以补充贷放的正常资金需求。1985 年 5 月，国际开发协会又设立了一项非洲基金，由世界银行及其他会员国捐款构成，用于撒哈拉以南非洲地区的经济开发。

3. 国际开发协会的主要业务活动

国际开发协会的主要业务是向低收入发展中国家的公共工程和发展项目提供比世界银行贷款条件要宽的长期优惠贷款。国际开发协会的贷款称为信贷(Credit)，以区别于世界银行提供的贷款(Loan)，两者的区别在于国际开发协会提供的是最优惠贷款，一般称作软贷款；而世界银行提供的是普通条件贷款，一般称作硬贷款。软贷款的优惠条件体现在长期和无息两个方面。长期——贷款期限可长达 50 年，平均为 38.3 年，宽限期 10 年，不用还本；第二个 10 年每年还本 1%，其余各年每年还本 3%，还款时可以全部收取 0.5%的承诺费。无息——软贷款不收利息，只收取 0.75%的手续费，对已生效未支用的部分收取 0.5%的承诺费。目前国际开发协会是向低收入国家提供优惠贷款最大的多边国际金融机构，差不多占各类机构提供的优惠贷款总额的 50%。

根据《国际开发协会协定》，国际开发协会的信贷对象是低收入发展中国家的会员国政府或公私企业，但实际上只向会员国政府发放。至于低收入标准，最初定为人均 GNP 在 25 美元以下，后来扩展到人均 GNP 在 580 美元以下都可获得信贷。贷款一般用于经济效率低、时间长但具有较好社会效益的项目，如农业、交通运输、教育、能源等项目。

我国于 1980 年 5 月成为国际开发协会的会员国，并且拥有 2%的投票权。到 20 世纪 80 年代末期，国际开发协会对我国承诺软贷款金额为 33.37 亿美元。我国利用这些优惠贷款发展了农业、港口扩建以及一些轻工业项目。

10.3.3 国际金融公司

国际金融公司也是世界银行下属机构之一。1951 年 3 月，美国国际开发咨询局(U.S.International Development Advisory Board)建议在世界银行下设立国际金融公司，以补充世界银行的活动，对会员国私人生产性企业提供贷款，而且无须政府担保。1954 年 12 月，世界银行决定设立该公司，1956 年 7 月正式成立，总部也设于华盛顿，1957 年 2 月成为联合国的专门机构之一。它虽是世界银行的附属机构，但它本身具有独立的法人地位，

是一个独立的全球性国际金融机构，只有世界银行的会员国才能申请加入国际金融公司。该公司正式成立时，有 31 个会员国，目前已增至 170 多个，国际金融公司与世界银行每年一起召开年会。国际金融公司的创立和发展，在一定程度上扩展了世界银行的业务。

国际金融公司的宗旨主要是配合世界银行的业务活动，向会员国特别是其中的发展中国家的重点私人企业提供无须政府担保的贷款或投资，鼓励国际私人资本流向发展中国家，以推动这些国家的私人企业的成长，促进其经济发展。

1. 国际金融公司的组织机构

国际金融公司设有理事会、执行董事会和以总经理为首的办事机构，其管理方法与世界银行相同。与国际开发协会一样，公司总经理和执行董事会主席由世界银行行长兼任，但与国际开发协会不同的是，公司除了少数机构和工作人员由世界银行相关人员兼任外，设有自己独立的办事机构和工作人员，包括若干地区局、专业业务局和职能局。按公司规定，只有世界银行会员国才能成为公司的会员国，但世界银行的会员国并不一定都要加入公司。

2. 国际金融公司的资金来源

(1) 会员国缴纳的股金。国际金融公司的法定资本为 1 亿美元，分为 10 万股，每股 100 美元，后经多次增资，最近的一次增资是在 1991 年，使法定资本达到 23.5 亿美元。到 1999 财政年度，各会员国已缴纳此次增资的 97.4%。各会员国应缴股金额的大小，与其在世界银行认缴股金成正比。每个会员国有基本投票权 250 票，每新认一股，增加一票。

(2) 从世界银行和其他来源借入的资金。它是国际金融公司最主要的资金来源。1999 年财政年度，国际金融公司从世界银行的借款为 3.5 亿美元，从金融市场的借款为 120.8 亿美元。

(3) 国际金融公司业务经营净收入。国际金融公司历来的业务净收入除对某些非洲项目捐助外，其余均作为自由资金。

3. 国际金融公司的主要业务

国际金融公司的主要活动是对会员国的私人企业或私人和政府联合经营的企业提供贷款。贷款的期限一般为 7～15 年，如需要还可延长。贷款的利率视资金投放的风险大小和预期收益而定。利率一旦确定，则在整个贷款使用期间将保持不变，还款须用原借入货币。贷款的额度一般不大，视项目的需要而定。国际金融公司的贷款和投资对象主要是发展中国家经营制造业、加工业和开采业，以及公用事业和旅游业等的私人企业。

除贷款外，国际金融公司还可以对企业进行直接投资入股，而且多半与贷款相结合。国际金融公司参股一般不超过 25%，金额最低为 100 万美元，最高可达 3 000 万美元，分享企业利润和红利，不承担对企业的经营管理责任。另外，国际金融公司在进行投资的同时，还向项目主办企业提供必要的技术援助，并且还向会员国政府提供政策咨询，以协助创造良好的投资环境，从而达到促进私人投资的目的。

10.3.4 国际投资争端解决中心

国际投资争端解决中心是依据《关于解决国家和其他国家国民投资争端公约》而建立

的世界上第一个专门解决国际投资争议的仲裁机构，是一个专为解决政府与外国私人投资者之间争端提供便利而设立的机构。提交该中心调解和仲裁完全是出于自愿。该中心还发表有关解决争端和外国投资法律方面的出版物。截至 2005 年年底，公约的签字国达到 155 个，其中缔约国 142 个。中国于 1993 年正式成为公约的缔约国。

1. 国际投资争端解决中心的宗旨

国际投资争端解决中心的宗旨是，制定调解或仲裁投资争端规则，受理调解或仲裁投资纠纷的请求，处理投资争端等问题，为解决会员国和外国投资者之间争端提供便利，促进投资者与东道国之间的互相信任，从而鼓励国际私人资本向发展中国家流动。该中心解决争端的程序分为调解和仲裁两种。

国际投资争端解决中心组织机构有：理事会，为最高权力机构，由各成员国派 1 名代表组成，每年举行一次会议，世界银行行长为理事会主席；秘书处，由秘书长负责，处理日常事务。其成员包括世界银行会员国和其他被邀请国。

2. 国际投资争端解决中心的主要业务活动

调解和仲裁是“中心”的两种业务程序。按《关于解决国家和其他国家国民投资争端公约》规定，在调解程序中，调解员仅向当事人提出解决争端的建议，供当事人参考。而在仲裁程序中，仲裁员做出的裁决具有约束力，当事人应遵守和履行裁决的各项条件。《关于解决国家和其他国家国民投资争端公约》实际上是为了保障资本输出国(多为发达国家)海外投资者的利益，它尽可能把本来属于东道国的管辖权，转移给“中心”这一组织。由于这一原因及其他种种原因，自中心成立以来，受理的业务很少。

10.3.5 多边投资担保机构

多边投资担保机构成立于 1988 年，是世界银行集团里成立时间最短的机构，1990 年签署第一笔担保合同。多边投资担保机构的宗旨是向外国私人投资者提供政治风险担保，包括征收风险、货币转移限制、违约、战争和内乱风险担保，并向会员国政府提供投资促进服务，加强会员国吸引外资的能力，从而推动外商直接投资流入发展中国家。

1. 多边投资担保机构的宗旨及组织机构

多边投资担保机构的宗旨：鼓励在其会员国之间，尤其是向发展中国家会员通融生产性投资，以补充世界银行、国际金融公司和其他国际开发金融机构的活动。

理事会是多边投资担保机构的最高权力机关，由每一会员国指派一名理事和一名副理事组成。董事会至少有 12 人组成，负责本机构的一般业务。董事会主席由世界银行总裁兼任。多边投资担保机构的总裁由董事会主席提名任命，负责处理本机构的日常事务及职员的任免，依据惯例，总裁也由作为多边投资担保机构董事会主席的世界银行总裁兼任，但总裁和董事会仍是两个独立的部门。

2. 多边投资担保机构的主要业务活动

多边投资担保机构通过向发展中会员国提供外国投资促进及咨询服务，以帮助会员国创造良好的环境，吸引外国私人直接投资。机构主要提供以下几类服务：

(1) 投资促进会议。通过帮助发展中成员国组织外国投资促进会议，促成成员国与外

国投资者的直接接触与对话，以创造现实的投资机会。

(2) 执行发展计划。这种计划的目的是帮助发展中国家工商企业界经理更好地制定业务发展规划，选择合适的外国合作伙伴，采用现代国际商业惯例，并就具体投资进行评估。多边投资担保机构从 1992 年开始组织这种计划。

(3) 外国投资政策圆桌会议。这种会议邀请有关发展中国家及国际著名的跨国公司经理参加，以推广有关外国投资的成功经验；改善发展中国家的投资环境。1992 年 6 月多边投资担保机构在博茨瓦纳召开了第一次这种会议。

(4) 外国直接投资法律框架咨询服务。多边投资担保机构通过与一些发展中国家合作，帮助这些国家放宽有关外国投资的法律和规章；并与一些成员国达成了外国投资法律保护协议。

10.3.6 中国与世界银行集团的关系

中国是国际复兴开发银行的创始成员国，1980 年 4 月，中国在国际复兴开发银行、国际开发协会和国际金融公司中的合法席位得以恢复。世界银行集团驻中国代表处负责管理世界银行集团的中国业务。财政部是世界银行集团在中国开展业务活动的主要对口部门，国家发展和改革委员会对合作计划的制订也起着重要的作用。世界银行集团和中国政府每年就双方的三年滚动贷款计划进行磋商，双方都可以提出项目建议，所有贷款项目都须经过充分的技术、经济、财务、环境和社会评估之后再提交贷方和借方的决策机构作最后审批，双方对每个贷款项目的实施进展情况进行定期监督检查。

除了贷款等金融服务外，世界银行集团还以分析报告、政策咨询、研讨会和培训等方式向我国提供帮助。这些帮助主要体现在：通过对如何保持有效的宏观经济管理、减少金融系统的系统性风险、改善私营部门的经营发展环境等的分析调研，世界银行向中国的宏观经济管理部门提供相应的分析报告；协助有关部门就投资环境、财政转移制度、社会服务提供、社会保障制度、城市化等领域制约西部和东北部地区经济增长的因素进行评估；对进一步提高自然资源利用的效率和可持续性提供分析和政策咨询；与中国政府一起，寻找帮助未能从经济发展中受益的贫困人口的方式。

10.4 区域性国际金融机构

除国际货币基金组织和世界银行集团之外，尚有不少区域性的国际金融机构，它们在二战后国际货币金融机构关系的特殊领域和特定方面同样发挥着极为重要的作用。区域性国际金融机构的建立，一方面是为了抵制超级大国对国际金融事务的控制和操作，另一方面则是适应本区域内各国经济合作的实际需要，谋求本区域内各国经济的持续稳定发展。

区域性国际金融机构可分为两种类型：一种是严格的区域性国际金融机构，它是某一地区国家组成并且成为本地区经济服务的机构，如欧洲投资银行、阿拉伯货币基金组织、西非发展银行、石油输出国国际发展基金等；另一种是宽泛的或称半区域性国际金融机构，如亚洲开发银行、非洲开发银行、泛美开发银行等。这类机构虽然主要进行区域性货币信贷安排，从事区域金融活动，但其参与国都有区域外的。此外，于 1930 年 5 月在瑞士巴塞尔成立的国际清算银行，由于其会员国主要是西方发达国家和其他欧洲国家的中央银行及

美国商业银行集团，它也算是全球性的国际金融机构，我们把它归为宽泛的区域性国际金融机构。这里我们主要介绍与我国有密切联系几个区域性国际金融机构。

10.4.1 国际清算银行

国际清算银行是根据 1930 年 1 月 20 日签订的《海牙国际协定》，于同年 5 月由英国、法国、意大利、德国、比利时、日本六国的中央银行，以及代表美国银行界利益的三家大商业银行(摩根银行、纽约花旗银行和芝加哥花旗银行)组成的银行集团联合组成，行址设在瑞士的巴塞尔，这是世界上第一家国际金融机构。后来欧洲其他各国及澳大利亚、加拿大和南非的中央银行也相继参加。目前，参加国际清算银行的有 30 多个国家的中央银行，美国仍由银行集团参加，我国于 1996 年 9 月加入国际清算银行。

1. 国际清算银行的宗旨

国际清算银行的宗旨是促进各国中央银行的合作，为国际金融活动提供更多的便利，在国际金融清算中充当受托人或代理人。最初创立这家以欧洲为主的国际金融机构的目的是为了便利一战造成的国际债务的支付和转移。随着战争债务问题的解决，国际清算银行的职能才能逐渐朝上述宗旨转变。

2. 国际清算银行的组织机构

国际清算银行是股份制企业性质的金融机构，它的最高权力机构是股东大会，由认缴股本的各国中央银行代表组成。每年召开一次股东大会，讨论和决定银行的重大问题，实际权力则由董事会掌握。董事会由董事长、副董事长各 1 名及董事 11 名组成，领导该行的日常业务。董事会选举的董事长兼该行的行长。该行下设 4 个机构，即银行部、货币经济部、秘书处和法律处。目前有来自 20 多个国家的雇员 400 余名。

3. 国际清算银行的资金来源

国际清算银行的资金来源主要有以下 3 个方面。

(10) 会员国认缴的股金

国际清算银行创立时，核定股本为 5 亿金法郎，全部由参加创建的各国中央银行和美国银行集团认购。1991 年 5 月国际清算银行再次核定的股本为 15 亿金法郎，分为 60 万股，每股 2 500 亿金法郎。股份持有者涉及 30 多个国家，其中多数为西欧国家。该行股本的 4/5 掌握在会员国的中央银行手里，1/5 为私股，但私人持有者都没有代表权与投票权。应当指出，国际清算银行直到今天仍把金法郎作为记账单位(在资产负债表中使用)，但日常业务中并不使用金法郎。所谓“金法郎”是 1965 年法国、瑞士、比利时等国成立拉丁货币同盟时发行的一种金币。1 金法郎含纯金 0.29 克，与 1936 年瑞士法郎贬值前的含金量相同。

2) 借款

国际清算银行向各会员国中央银行借款，以补充自由资金不足。国际清算银行办理黄金存储业务，既不计息也不收取保管费，但可按市价的 85%进行抵押，取得贷款。

3) 吸收存款

国际清算银行同一些国家的大商业银行有往来，并吸收客户存款。存款是该行的主要资金来源。

4) 主要业务活动

(1) 推动国际货币合作。坚持每月第一个周末在巴塞尔举行西方主要国家中央银行行长的例会，讨论有关货币金融及国际借款安排问题。1988 年，在国际清算银行协调下，西方 12 国中央银行行长签署了《巴塞尔协议》，规定国际银行资本充足率(即资本与风险加权资产之间的比率)在 1992 年年底以前不低于 8%。《巴塞尔协议》是主要西方国家的货币管理当局在国际银行监管领域进行合作所取得的重大成果，对国际银行业发展产生了重大而深远的影响。此外，国际清算银行编写的货币金融调研资料，在西方金融和学术界具有权威性，声誉较高。因此，从某种意义上，国际清算银行履行着“中央银行的银行”的职能。

(2) 办理国际清算银行业务。国际清算银行作为“中央银行的银行”，一个重要职能是为各国中央银行之间的往来办理清算业务。因此，国际清算银行于各国政府或中央银行签订过特别协议。目前，全世界约有 80 多家中央银行将其大约 10%的外汇储备和 3 000 多吨黄金储备存于该行，作为清算的保证金。

(3) 其他银行业务。国际清算银行的银行业务，包括存款、贷款、黄金与外汇买卖，以及各国政府国库券和其他债券的贴现、买卖。国际清算银行资金力量雄厚，积极参与国际金融市场活动，它尤其是国际黄金市场和欧洲货币市场的重要参加者。

(4) 代理业务。在欧洲中央银行成立前，国际清算银行一直代理欧洲货币体系有关的账户及清算工作。国际清算银行同时也是万国邮政联盟、国际红十字会等国际组织的金融代理机构。

10.4.2 亚洲开发银行

亚洲开发银行是亚洲和太平洋地区政府间多边开发银行机构，成立于 1966 年，总部设在菲律宾首都马尼拉，现有 59 个会员国。它是一家仅次于世界银行的第二大开发性国际金融组织，也是亚太地区最大的政府间金融机构。根据规定，凡属于联合国亚州及太平洋经济与社会委员会的会员及参加联合国专门机构的非本地区经济发达国家，均可申请加入。因此，亚洲开发银行的会员国除亚洲和太平洋地区的国家及地区外，还有英国、美国、德国、意大利、荷兰等十几个欧洲国家。我国于 1986 年加入亚洲开发银行。

1. 亚洲开发银行的宗旨

亚洲开发银行的宗旨是通过向会员国(或地区)发放贷款、进行投资、提供技术援助等加快本地区发展中会员国经济增长与合作以及亚太地区经济增长与合作，并协助本地区的发展中国家加速经济发展的进程，促进亚太地区经济繁荣。

2. 亚洲开发银行的组织机构

亚洲开发银行的最高权力机构是理事会，由各会员国(或地区)各派一名理事和副理事组成，主要职能是负责接纳新成员、增加或削减股本、取消会员资格、修改银行章程、选举董事长和行长，以及其他重大事项的决策。理事会对重大事项以投票表决方式做出决定，并需 2/3 以上多数票才能通过。理事会通常每年举行一次会议(即年会)。

理事会下设董事会，负责亚洲开发银行的日常经营管理，它的 12 名董事由理事会选举产生，其中 8 人来自亚太地区会员国，另外 4 名从亚太地区以外的会员中选举产生。会员分成 12 个选区，其中日本、美国、中国和印度单独构成选区，其他 8 个选区由各会员自愿结合而成。

亚洲开发银行的每个会员国的投票权由基本投票权和比例投票权两部分组成，每一个会员国均有778票基本投票权，另外每认股1万元增加1票。到目前为止，投票权最多的国家是日本和美国。中国自1986年加入亚洲开发银行以来，已成为继日本、美国之后第三大认股国和最大的发展中国家认股国，发挥着越来越大的作用。

3. 亚洲开发银行的资金来源

1) 普通资金

普通资金(ordinary capital)是亚洲开发银行开展业务的主要资金来源，亚洲开发银行提供的75%的贷款来自于这部分资金，它由会员国认缴的股本、储备资金、国际金融市场融资、累积的保留收益几个部分组成，其中股本和国际金融市场融资是最主要的两个部分。

2) 特殊资金

亚洲开发银行的特殊资金(special funds)主要由以下3部分构成。

第一，亚洲开发基金(Asian Development Fund)。建于1973年，是亚洲开发银行历史最久、规模最大的特殊基金。资金的主要来源是发达会员国的定期捐赠，最大捐赠国是日本，其次是美国。该基金专门用于向亚太地区最贫困会员国提供低息贷款，目的是消除这些国家的贫困和改善人民生活质量。

第二，技术援助特别基金(Technical Assistance Special Fund)。设立于1967年，资金主要来自会员国的捐赠，它是亚洲开发银行提供技术援助重要的资金来源。

第三，日本特别基金(Japan Special Fund)。设立于1988年，由日本政府出资，亚洲开发银行负责管理，目的就是帮助发展中会员国调整经济结构，扩大投资范围，在工业化、自然资源的开发和技术转移等方面提供支持。该基金的使用方式是赠款和股本投资。

4. 亚洲开发银行的业务活动

亚洲开发银行的业务包括向本地区会员国提供贷款、股本投资和技术援助。这些业务涉及农业、能源、工业、交通运输、环境卫生、教育、城市发展及人口控制等。

1) 提供贷款

贷款分为两类：一类是普通基金发放的贷款(普通贷款)；一类是特殊基金发放的贷款(特别贷款)。普通贷款属于硬贷款，贷款对象是较高收入的发展中国家，这类贷款既可以由外汇提供，在特殊情况下也可以由当地货币提供。普通贷款期限最长为30年，通常有2～8年的宽限期，贷款利率低于市场利率并随着国际金融市场调整。特别贷款是软贷款，如亚洲开发基金提供的贷款主要贷给较贫困的发展中会员国，期限一般为35～40年，有10年的宽限期，不收利息，宽限期内每年仅收1%的手续费，偿还期每年收取1.5%的手续费用，具有经济援助的性质。

2) 股本投资

1983年起亚洲开发银行开发了股本投资的业务。该业务就是通过购买私人企业股票或私人开发金融机构股票等形式，向发展中国家的私人企业提供融资便利。

3) 技术援助

亚洲开发银行在向发展中国家提供贷款和投资的同时，积极开展了广泛的技术援助。其提供给发展中会员国的技术援助分为多种，包括项目准备阶段的技术援助，如项目的可行性研究；项目实施阶段的技术援助，如项目有关人员的培训；咨询性技术援助，如帮助

会员国(或本地区)进行专业人员培训和区域性技术援助。通过这些技术援助发展中会员国正确地制定国家总体和部门发展规划及政策，提高有关机构的技术水平和组织管理能力等。

10.4.3 其他区域性国际金融机构

1. 欧洲投资银行

欧洲投资银行是欧盟的一个金融机构。1957 年西欧六国(法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡)签署《罗马条约》，决定设立欧洲投资银行。1958 年 1 月该行正式成立，行址设在卢森堡首都卢森堡。它是二战后世界上最早成立的区域性国际金融机构。

欧洲投资银行的宗旨是利用国际资本市场和共同体(现为欧盟)本身的资金，对共同体内经济落后地区的发展计划提供长期贷款或担保，致力于共同体市场的平衡和经济的稳定发展。另外，还在非营利基础上向与共同体经济关系较为密切的国家和地区提供资金，以帮助它们发展经济。

理事会是欧洲投资银行的最高权力机构，理事会主席下设管理委员会。另外该行还在布鲁塞尔、罗马和伦敦等地设有办事处。

该行资金来源主要由成员国分摊，也从共同体内外资本市场筹借，还有成员国提供的特别贷款。银行成立时资本为 10 亿美元。

欧洲投资银行的主要业务活动有 4：其一，对工业、能源和基础设施等平衡地区经济发展的投资项目提供贷款或担保；其二，促进成员国或整个共同体感兴趣的事业的发展；其三，促进企业现代化；其四，向成员国海外属地、地中海沿岸各国和参加《欧洲经济共同体-非洲、加勒比海和太平洋(国家)洛美协定》的非加太国家提供贷款。

2. 泛美开发银行

泛美开发银行是由美洲及美洲以外的国家联合建立，向拉丁美洲国家提供贷款的半区域性国际金融机构。成立于 1959 年 4 月，1960 年 10 月开始营业。行址设在美国华盛顿。创办时由美国和 19 个拉美国家组成。

泛美开发银行的宗旨是集中动员洲内外的力量，对需要资金的拉丁美洲国家或地区的经济和社会发展计划提供资金和技术援助，从而促进拉美国家的经济发展与经济合作。

泛美开发银行的机构设置与亚洲开发银行相同，也设有理事会、董事会和行长。

泛美开发银行的资金主要来自成员国认缴的股本和银行借款。除法定资本外，该行还有众多区内外国家如德国、英国、瑞士、加拿大、委内瑞拉、阿根廷等向该行提供的资金。为扩大资金来源，该行还在美国、日本等国的金融市场上筹措大量资金。

泛美开发银行的主要业务是提供普通贷款和特别业务基金贷款。普通贷款是对成员国政府、公私团体的经济项目的贷款。特别业务基金贷款是对以公共工程为主的特别经济项目的贷款。前者期限为 10～25 年，后者期限为 10～30 年，而且利率较低。

3. 非洲开发银行

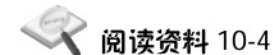
非洲开发银行是在联合国非洲经济委员会资助下设立的面向非洲的区域性国际金融机构。创立于 1964 年 9 月，总部设立在科特迪瓦的首都阿比让。起初会员国只限于非洲国家，后来该组织放宽了限制，美国、日本等国先后加入该组织，我国也于 1985 年加入，成为正式会员国。

非洲开发银行的宗旨是向非洲会员国提供投资和贷款或给予技术援助，充分利用本地区的人力和资源，以促进各国经济发展和社会进步，帮助非洲大陆制定经济和社会发展的总体规划，协调各国的发展计划，从而达到非洲经济一体化。

非洲开发银行的最高权力机构是理事会，由各会员国指派移民理事和副理事组成。每个理事的表决权按各会员国的股份多少计算。理事会的执行机构为董事会，董事会由 8 名成员组成，总管银行的各项业务。行长由董事会选举产生。

该行的资金来源主要是会员国认缴的股本。最初的核定资本为 2.5 亿美元记账单位，以后逐年增加，到 2010 年年底，非洲开发银行的股本总额已达到 332 亿美元。此外，为满足该行贷款资金的需要，非洲开发银行先后设立了非洲开发基金、尼日利亚信托基金、非洲投资与开发国际金融公司和非洲再保险公司等合办机构。

非洲开发银行经营的业务分普通贷款和特别贷款。普通贷款是非洲开发银行用普通股本资金提供的贷款。特别贷款是用该行规定专门用途的特别基金提供的贷款。



阅读资料 10-4

国际金融机构关注中国

2003 年 9 月 19 日，中国美国商会发布了有关中国履行加入 WTO 承诺的最新报告《中国加入 WTO 承诺的报告》。当天，在华盛顿，中国美国商会名誉主席夏尊恩先生向美国贸易代表处所做的证词陈述也同时进行。中国美国商会主席孟克文先生透露说，夏尊恩先生在美国贸易代表处的陈述中表示，“中国对其加入 WTO 后所承担的责任所表现的态度是严肃的。”2003 年 12 月 11 日，美国贸易代表向美国国会提交报告，称中国在履行 WTO 成员义务方面已取得显著进展。12 月 17 日，WTO 技术合作部亚太地区协调员雷蒙表示，WTO 总理事会已经做出结论，中国已经基本完成所承诺第一年要履行的义务。

让我们来回顾一下外国金融机构一年内在中国的作为。

1) 银行业

加入 WTO 后金融业应遵循的规则要求成员国做到国民待遇和市场准入原则，减少法规性障碍、最惠国待遇，以及国内法规的透明、规范及资格认可。

全球银行业竞争日益激烈，企业并购接连不断。在这种形势下，中国将在加入 WTO 后 5 年内全面开放银行业，外资银行将可以经营人民币业务。基于它们的资本优势和经营经验，中国同业感到了严峻威胁。5 月份发生了爱立信事件，但 6 月份爱立信又和招商银行签了 30 亿元的授信合同。从这一点上来看，中资银行只要真正做到以客户至上，以对本土情况的熟悉加上多年的苦心经营，我们应该能够和外资银行一较短长，找到各自的位置。

2) 保险业

据中国保监会消息，自加入 WTO 以来，我国已先后批准 6 家外国保险公司进入市场筹建保险营业机构；批准 15 家外资保险营业机构开业。截至目前，共有来自 12 个国家和地区的 34 个保险公司在我国设有 54 个营业性机构。中国政府及时制定了《中华人民共和国外资保险公司管理条例》，并于 2002 年 2 月 1 日起正式实行。全国人大常委会通过对《中华人民共和国保险法》的修改，并于 2003 年 1 月 1 日起正式实施。

纽约人寿保险公司、美国大都会人寿保险公司已经获准筹建合资寿险公司，美国国际集团获得 4 张营业执照。其中，由海尔集团下属的青岛海尔投资发展有限公司与美国纽约人寿共同出资设立的海尔纽约人寿保险有限公司已经于 12 月 20 日正式落户上海。当然目前外资保险公司进入中国保险市场刚开始，占有率仅占 1%左右。

3) 证券业

证券业在中国属于幼稚产业，根据WTO有关保护性规定，我国对外资银行进入中国证券市场可实行许可证制度等保护措施，保护中国证券经营机构完成成长过程。但从长远看，国外投资银行等金融机构最终将全面享受国民待遇，国内券商终将与之正面竞争。入世协议还承诺，将允许外国机构与中国合资建立从事承销业证券公司和基金管理公司，前者外方最高股49%，后者可持股33%(3年后可增加到49%)，合资公司可参与基金管理，可在中国从事证券发行和以外币计价的证券交易。

中国证券市场潜力巨大。在可以预见的未来，众多企业将在海外或国内上市，承销业务庞大。资本市场也将随人们投资意识的增长而持续膨胀。我们还可以看到中国证券市场逐步开放的趋势，12月24日，中国证监会在官方网站上发布《中国证券监督管理委员会关于第一批取消行政审批项目(32项)的通告》，公布了中国证监会第一批被取消的32项行政审批项目，涉及证券公司承销和自营业务、证券投资咨询公司设立和迁址、外国证券机构驻华代表处初审等环节。

经济学的核心就是“稀缺”和“选择”，正是因为资源的稀缺，才导致社会要进行更为有效的配置。资本市场是不可或缺的中介。长期以来，中国对金融机构的建设与完善远远落后于国际步伐。中共十六大报告就此指出：“推进资本市场的改革开放和稳定发展。”

可以预见，中国金融市场将伴随国民经济的规模迅速成长。所罗门美邦公司日前表示，中国加入WTO之后，将更有机会成为推动亚洲经济的火车头。

本 章 小 结

国际金融机构是指那些从事国际金融经营和管理等业务活动而又具有超国家性质的金融组织。目前大体分为两类：全球性国际金融机构和区域性国际金融机构。

国际货币基金组织是联合国专管国际金融业务的专业机构，是根据1944年7月布雷顿森林会议的有关协定于1945年12月成立的，总部设在华盛顿，当时有39个创始成员国，截至2011年6月已有185个会员国。中国是在1980年4月恢复了在国际货币基金组织的合法席位。国际货币基金组织的主要业务活动除了对会员国的汇率政策进行监督和协调外，还向会员国提供短期资金融通和培训咨询服务。

世界银行集团由国际复兴开发银行、国际开发协会、国际金融公司、解决投资争端国际中心和多边投资担保机构5个机构组成。

国际复兴开发银行，简称世界银行，是根据1944年7月布雷顿森林会议通过的《国际复兴与开发银行协定》而与国际货币基金组织同时建立的国际金融机构，1945年12月27日正式成立。

国际清算银行，最初是处理一战后德国对协约国赔款的支付和处理德国赔款的“杨格计划”有关业务。其主要任务是促进中央银行之间的合作，并向它们提供更多的国际金融业务的便利，在国际金融清算业务方面充当受托人或代理人，该行影响很大，被称为“中央银行的银行”。

亚洲开发银行简称亚行，是西方国家和亚洲太平洋地区发展中国家联合创办的亚太地区政府间国际金融机构。亚洲开发银行的宗旨是促进亚洲及太平洋地区的经济发展和合作，特别是协助本地区发展中国家以共同的或个别的方式加速经济发展。

欧洲投资银行，是欧洲经济共同体(现为欧盟)的一个金融机构，也是二战后世界上最早成立的区域性国际金融机构，该行的宗旨是利用国际资本市场和共同体内部资金，促进共同体的平衡和稳定发展。

泛美开发银行，致力于对拉美国家经济、社会发展计划提供资金和技术援助，推动成员国自身的或共同的经济发展，协助实现泛美体系的目标。

非洲开发银行，创立于1964年9月，宗旨是向非洲会员国提供贷款、投资及技术援助，充分利用非洲大陆的人力和自然资源，以促进各国经济的协调发展和社会进步，尽快改变非洲大陆贫穷落后的面貌。

练　习　题

一、选择题

1．世界银行的主要目标是向发展中国家提供(　　)。

A．软贷款　　B．消费性贷款

C．固定利率贷款　　C．开发性贷款

2．国际货币基金组织的最高权力机构是(　　)。

A．股东大会　　B．理事会　　C．董事会　　D．总裁

3．具有“中央银行的银行”职能的银行是(　　)。

A．世界银行　　B．国际货币基金组织

C．国际清算银行　　D．亚洲开发银行

4．软贷款的特点是(　　)。

A．无息　　B．低息　　C．长期　　D．短期

5．国际货币基金组织的业务活动包括(　　)。

A．汇率监督　　B．政策协调　　C．储备资产创造　　D．融通资金

二、填空题

1．被称为战后国际经济秩序的三大支柱是(　　)、(　　)和(　　)。

2．专门为成员国的私人企业提供资金，促进发展中国家私营经济的增长和资本市场的发展的经济组织是(　　)。

3．中国在国际货币基金组织的合法席位是(　　)年恢复的。

4．国际复兴开发银行，简称(　　)，是根据(　　)年7月布雷顿森林会议通过的《国际复兴与开发银行协定》而与(　　)同时建立的国际金融机构，

5.(　　)是亚洲和太平洋地区政府间多边开发银行机构,成立于(　　)年,总部设在菲律宾首都(　　)。

三、判断题

1．国际货币基金组织会员国基金份额以美元为单位。(　　)

2．国际货币基金组织是类似股份制企业的机构，份额决定着普通提款权、特别提款权的分配额及投票权，其中美国份额最多。(　　)

3．世界银行会员国首先必须参加国际货币基金组织，国际货币基金组织会员国也一定要参加IBRD。(　　)

4．国际金融公司虽然是唯一一个贷款给私人企业的国际金融组织，但它仍要求私人企业所在政府提供担保。(　　)

5．最早的国际金融机构是国际清算银行。(　　)

8.思考题

1．国际货币基金组织有哪些主要业务？

2．世界银行的资金来源有哪些？其贷款有何特点？

3．国际开发协会提供贷款的条件是什么？贷款有何特点？

4．国际金融公司的主要业务活动是什么？

5．简述国际清算银行宗旨及其与其他国际金融机构的最大区别。

6．阐述世界银行与国际货币基金组织的关系。

五、案例分析

国际货币基金组织同意紧急援助冰岛60亿美元

冰岛与国际货币基金组织之间的谈判已经取得重大突破，国际货币基金组织同意向冰岛提供60亿美元的紧急援助，同时不将惩罚性条款纳入这次救市计划。冰岛政府很快将会正式对外界公布这一消息。

对冰岛与国际货币基金组织谈判的知情人士表示，冰岛政府即将宣布一项由国际货币基金组织牵头、得到其他国家央行协同行动支持的60亿美元救市计划，以便在冰岛银行体系崩溃后帮助其稳定经济。该知情人士表示，预计国际货币基金组织将仅仅出资约10亿美元，其余不足部分则全部由北欧和日本央行负担。对于冰岛稳定经济的努力而言，拟议的国际货币基金组织救市计划是一项重大突破，在此次获得国际货币基金组织的“最终认可”前，这个北大西洋小国将难以得到大规模的国际援助。目前还不能确定俄罗斯是否将参与此项救市计划。俄罗斯与冰岛上周关于40亿美元贷款的谈判最终未能达成一致。

这位知情人士还表示，国际货币基金组织为援助冰岛设置了一个前提条件，那就是日本和北欧国家央行要参与冰岛救市。冰岛和国际货币基金组织经过协商后，国际货币基金组织表示只愿拿出10亿美元的资金，其余部分由北欧国家和日本的中央银行出资。在此次举行的谈判中，国际货币基金组织最终并没有将任何对冰岛的惩罚性条款纳入救市计划。该知情人士说，“国际货币基金组织没有要求冰岛对社会基础设施进行根本性改革”。他们表示，他们吸取了韩国的教训，不愿令严重低迷的状况进一步恶化。国际货币基金组织还正在考虑向受到美国金融危机波及的乌克兰、匈牙利等东欧国家紧急融资。国际货币基金组织自上世纪90年代介入亚洲金融危机以来，处理危机的能力已经有了明显的提高。

知情人士说，冰岛政府将很快会正式对外界公布这一消息，以提振该国的经济、股市和投资者信心。随着金融危机的不断蔓延，冰岛的外汇市场近来陷入困境，几乎停止运行。冰岛政府已经出台紧急措施，限制外汇流出，以保护摇摇欲坠的冰岛克朗。如今冰岛人需要出示机票，以证明自己需要欧元或英镑才能兑换外汇。由于缺乏市场支持，冰岛央行宣布放弃冰岛克朗和欧元的固定汇率制度。另外，外汇缺乏已经严重影响了冰岛的进口业务。冰岛央行表示，将使用有限的外汇资金，确保食品、药品和石油等必需品的进口。即便如此，冰岛央行的外汇也仅能满足不到9个月的进口所需。由于无力独自应对金融危机，冰岛政府目前正在积极寻求外国援助。

冰岛面临破产的银行被政府接管后，殃及英国人近340亿美元的存款。受影响的储户包括英国的普通大众，以及地方政府、慈善机构和公共机构等。据英国地方政府协会估计，英国有108个地方政府在冰岛银行有总值近13亿多美元的存款。英国议会宣称这些机构的存款将“个别解决”，根据存款额度及受牵涉程度来决定是否需要提供救援基金或只是一些建议。英国负责财务的官员强调，他们在进行投资时，是在与英国政府保持一致的前提下，根据分散风险投资的原则，尽量将存款放在不同的金融机构。

问题：

1. 国际货币基金组织的作用主要有哪些？
2. 冰岛为何会出现如此局面？

第 11 章　金融全球化和国际金融合作与协调

教学目标

通过本章的学习，理解掌握金融全球化的内涵和成因；了解国际金融协调的内容和形式；重点掌握巴塞尔协议的产生及演变；了解全球金融服务贸易协议的内容及影响。

教学要求

知识要点	能力要求	相关知识
金融全球化	掌握金融全球化的内涵、表现形式、成因、特征及其影响	(1) 金融全球化的内涵 (2) 金融全球化的表现形式 (3) 金融全球化的成因 (4) 20 世纪 90 年代以来金融全球化的主要特征 (5) 金融全球化的影响
国际金融的协调	了解国际金融协调的基本含义、内容及形式	(1) 国际金融协调的基本含义 (2) 国际金融协调的内容 (3) 国际金融协调的形式 (4) 国际金融协调的实践 (5) 国际金融协调面临的问题
《巴塞尔协议》	了解《巴塞尔协议》的产生及演变，重点掌握《巴塞尔新资本协议》	(1)《巴塞尔协议》的产生及演变 (2)《巴塞尔协议》主要内容 (3)《巴塞尔协议》的缺陷及其完善 (4)《巴塞尔核心原则》 (5)《巴塞尔新资本协议》 (6) 2010 年的《巴塞尔协议 III》
《全球金融服务贸易协议》	了解《全球金融服务贸易协议》达成的背景、内容、影响以及我国的情况	(1)《服务贸易总协定》达成的背景 (2)《全球金融服务贸易协定》的主要内容 (3)《全球金融服务贸易协议》对世界经济以及对发展中国家的影响



导入案例

2006 年 11 月 16 日，持续一年半之久的广东发展银行引资重组事宜终落槌。花旗集团牵头的财团以 242.67 亿元如愿拿到广东发展银行 85.588 8%的股份。

有关资料显示，出现在花旗财团中的名单，与此前媒体报道的基本一致。花旗集团、中国人寿保险(集团)公司和国家电网公司分别持股 20%，中信信托有限责任公司、普华投资有限公司和 IBM 信贷公司分别持有 12.848 8%、8%和 4.74%的股权。

据悉，虽然花旗集团、中国人寿保险(集团)公司和国家电网公司 3 家公司持有的股权相当，但花旗集团将获得广东发展银行绝对的经营控制权，将在风险管理、财务控制、内部控制、公司治理、信息技术、资产负债表管理、人力资源管理和金融创新 8 个方面占有主导权。业内人士分析认为，这是外资银行在中国发展的一个特例，但谁也不能否认，这个特例在将来是否具有普遍意义。

竞购广东发展银行，不仅是三大财团的一次“肉搏战”，也是中国人寿保险(集团)公司和中国平安保险(集团)股份有限公司两家国内保险巨头之间的一次“较劲”。平安对收购银行的热衷毋庸置疑，保险(集团)公司福建亚洲银行(现更名为平安银行)和深圳商业银行一一落袋；而对于中国人寿保险(集团)公司来说，投资广是大规模投资银行业前的一次试水，“中国人寿保险(集团)公司或许是想摸着‘广东发展银行’这块石头过‘银行业’的河，中国人寿的胃口不会这么小，它的银行收购网可能会越撒越大”。

此次收购成功无疑对外资收购中资银行具有指导性意义。相信那些已经在中国其他股份制商业银行中持有少数股权的汇丰银行、德意志银行等外资银行也会为增加持股而蠢蠢欲动。随着年底中国银行业的全面对外开放，外资投资国内银行业乃大势所趋。外资银行在为国内银行产品、管理理念和公司治理等方面注入诸多新鲜“血液”的同时，也将为国内银行进军海外市场提供机遇。

(资料来源：http://finance/people.com.cn/GB/8215174587474591/5066890.html.)



基本概念

金融全球化　金融自由化　金融国际化　金融一体化　国际金融协调　《巴塞尔协议》　《银行业有效监管核心原则》　《巴塞尔新资本协议》　《巴塞尔协议 III》

11.1　金融全球化

金融全球化(financial globalization)是自20世纪70年代末以来世界金融发生深刻变革的最新发展阶段。在 20 世纪 90 年代，金融全球化已是呈现出加速发展的势头。进入 21 世纪，随着网络化、电子化的普及，金融全球化更是成为当今世界的一种重要趋势。

20 世界 70 年代以来，随着世界经济的全球化发展，金融领域的跨国活动也在以汹涌澎湃之势迅猛发展。金融全球化不仅成为世界经济发展最为关键的一个环节，同时也成为最为敏感的一个环节。金融全球化促使资金在全世界范围内重新配置，一方面使欧美等国的金融中心得以蓬勃发展，另一方面也使发展中国家，特别是新兴市场经济国家获得了大量急需的经济发展启动资金。可以说，世界经济的发展离不开金融全球化的推动。

经济全球化是实体经济在全球的扩张和融合，金融全球化则是金融虚拟经济在全球范围的膨胀和冲击。这种膨胀最明显的表现是短期资本的大规模超速流动，而冲击则不仅指规则在压力下的趋同过程，而且还指虚拟经济对实体经济的整合和主导过程。

然而，金融全球化也有其另一面。金融全球化所具有的膨胀和冲击通常导致规则的趋同是一个不平稳的过程，常伴随着金融危机，而由于虚拟经济对实体经济的主导，使得金融全球化时代的金融危机带有巨大的破坏力。1992 年的西欧金融风暴迫使英国退出了欧洲货币体系。1982 年拉美债务危机，1994—1995 年墨西哥金融危机，1997 年亚洲金融危机，对当地经济所造成的影响是全方位、多层面和深层次的。特别是 2008 年的由美国次贷危机引发的全球金融危机，全世界都引起了极大的震撼。

11.1.1 金融全球化的内涵

1. 金融全球化的概念

要对金融全球化这样一个极为复杂且不断变化的经济现象下定义并不十分容易。金融全球化是 20 世纪 90 年代以来国际金融谈论最多的话题，它是指全球金融活动和风险发生机制联系日益紧密的一个过程。它不仅是一个金融活动越过民族国家界限的过程，也是一个风险发生机制相互联系而且趋同的过程。从主体上来说，这一过程固然很强烈地反映了若干发达国家和国际经济组织的意向，但主要是无数私人资本通过市场的逐步一体化而推动的。或者，我们可以把金融全球化看作是金融业在全球范围内的一体化趋势，使世界各国和地区放松金融管制，开放金融业务，放开资本项目管制，使资本在全球各地、各国的金融市场自由流动，最终形成全球统一金融市场、统一货币体系的趋势。在这个表述中，我们强调 3 个重点：①金融全球化不仅是一个金融活动超越国界的过程，而且也是一个风险发生机制相互联系而且趋同的过程；②金融全球化的微观动机是若干经济组织基于牟取利益的自发活动；③金融全球化是一个不断深化的有着明显阶段性的自然历史过程。

金融全球化的趋势并非自发形成的，它与经济全球化的发展紧密相关。经济全球化是指商品、服务、技术及资金在全球范围内的大规模流动，最终使各国经济相互渗透、相互依存的一种趋势。在经济全球化趋势下，各国经济都不可避免地要受到世界经济的影响，任何国家都不可能偏安一隅，孤立发展。经济全球化主要表现在以下 5 个方面：①金融全球化；②贸易全球化；③产品全球化，即越来越多的产品生产超过一国范围而成为国际分工协作的产物；④跨国公司的发展；⑤国家经济联盟或协调组织的发展。从以上 5 个方面的情况来看，目前经济全球化的程度正在不断加深。

正如金融是现代经济的核心一样，金融全球化也是经济全球化的核心，但金融全球化又有其自身规律和丰富内容，也就是说，金融全球化是经济全球化的一个方面，是经济全球化的组成部分，是经济全球化的高级阶段，但它同时又具有自身发展规律，并在很大程度上独立于实质经济。更具体地说，金融全球化是世界各国(地区)的金融市场、金融机构和金融政策等方面，在相互交往和协调、相互渗透和扩张、相互竞争和制约已发展到相当水平，进而使全球金融形成一个联系密切、不可分割的整体。

2. 金融全球化与金融自由化、金融国际化和金融一体化

金融全球化是与金融自由化、金融国际化和金融一体化密切联系的，但也有所区别。金融自由化、金融国际化和金融一体化从不同侧面推动了金融全球化。

1) 金融自由化

金融自由化是从一国国内的角度促进了全球化的发展。金融自由化是指一国国内的金

融管制的解除。从具体内容上看，以放松管制为特征的金融自由化就是国内金融业务的自由开放，包括利率自由化、银行自由化、金融市场自由化等。金融自由化一方面是适应跨国发展的需要，另一方面也是由于金融创新的发展使得金融管制失效，迫使金融当局不得不放松管制，加快金融自由化。

2) 金融国际化

金融国际化是从国际的角度促进了金融全球化的发展。金融国际化包括外资银行在本地增设分支机构、营业范围放宽、本国银行到外国设立分支机构、发展境外金融中心与外币拆放市场、资本项目的放开等内容。反映金融国际化程度的关键是资本项目是否放开。

3) 金融一体化(Financial Integration)

金融一体化是金融自由化和金融国际化发展的结果，也是金融全球化最重要的体现。金融一体化是指以国内金融市场和国际金融市场相互贯通，并以国际金融中心为依托，通过信息网络和金融网络形成全球统一的不受时空限制的无国界的全球金融市场的趋势。然而，金融一体化的发展，使得证券、外汇及货币市场也相互贯通，全球各地和各类金融市场相互融合，连为一体，进而使得全球金融市场的系统性金融风险增大，各市场之间的相关性提高。

11.1.2 金融全球化的表现形式

金融全球化的表现形式是多种多样的。具体来说，主要包括以下几个方面。

1. 资本流动全球化

资本流动全球化是金融全球化的最突出的表现。在二战后建立并维持到20世纪70年代初的布雷顿森林固定汇率体制下，国际资本流动是受到严格控制的。在固定汇率制度于20世纪70年代初瓦解时，较富裕的国家已开始解除对资本的控制，进入20世纪80年代后，国际资本流动呈现不断加速和扩大的趋势。特别是进入新世纪以来，国际资本以前所未有的数量、惊人的速度和日新月异的形式使全球资本急剧膨胀。另外，国际资金流动也从发达国家之间的流动逐步流向发展中国家，尤其是新兴市场国家和地区。目前，几乎所有发达国家和许多发展中国家都取消了对资本交易支付的限制，为国际资本自由流动创造了有利条件。知识经济迅速崛起、国际分工日益细化和国际竞争的日益激烈，促进世界各国加大了对技术密集型和资本密集型产业的投资力度，世界经济发展的新趋势要求无论是发达国家还是发展中国家，都要对本国的产业结构和经济发展做出相应的调整，这更加推动了资本在产业上进行大规模跨国界转移流动。

2. 金融机构全球化

从20世纪90年代开始，随着全球竞争的加剧和金融风险的增加，为了融资和业务竞争的需要，一些国家的银行和金融机构纷纷在其他金融市场开设分支机构，拓展海外业务。与此同时，国际上许多大银行都把扩大规模、扩展业务以提高效益和增加抗风险的能力作为发展战略，于是出现了全球性银行合并和兼并的浪潮，使得超巨型跨国商业银行和投资银行不断涌现，如美国大通银行和化学银行的合并(大通曼哈顿银行)、第一劝业银行、富士银行和日本兴业银行合并成(日本瑞惠金融集团)、三菱东京金融集团和UFJ金融集团合并(三菱UFJ金融集团)，等等，这一切说明了银行和金融机构正在不断向全球扩散。

3. 金融市场全球化

全球性金融市场的形成和发展，是国际资本流动的基础和载体。金融市场全球化就是金融交易的市场超越时空和地域的限制而趋向于一体。目前全球主要国际金融中心已连成一片，全球各地及不同类型的金融市场趋于一体，金融市场的依赖性和相关性日益密切。金融市场全球化有两个重要的因素：一是放松或取消对资金流动及金融机构跨地区、跨国经营的限制，即金融自由化；二是金融创新，包括新的金融工具、融资方式与服务方式的创造，新技术的应用，新的金融市场的开拓，新的金融管理或组织形式的推行。特别是信息通信技术的高度发达和广泛应用，全球金融市场已经开始走向金融网络化，即全球金融信息系统、交易系统、支付系统和清算系统的网络化。全球外汇市场和黄金市场已经实现了每天24小时连续不间断交易。世界上任何一个角落有关汇率的政治、经济信息，几乎同步显示在世界任何一个角落的银行外汇交易室计算机网络终端的显示器上。远隔重洋的地球两端以亿美元为单位的外汇交易在数秒钟之内就可以完成。

4. 金融协调和监管全球化

资本流动、金融市场和金融机构全球化必然要求有相应的国际金融协调监管机构和机制，于是金融协调和监管的全球化便应运而生。众所周知的国际货币基金组织是典型的国际金融协调机构，而成立于1930年的国际清算银行也是国际金融协调机构之一，由该机构发起拟定的《巴塞尔协议》及《有效银行监管的核心原则》正在为越来越多的国家所接受，这标志着全球统一的金融监管标准趋于形成。

5. 金融危机的全球化

金融全球化固然便利了金融往来和金融融资，但大量而迅速的全球资金流动，也将各国的经济更紧密地联系在一起，使各国间经济的联动性不断增强，经济波动和经济危机的传递性越来越明显。一旦一国出现金融动荡，便会迅速引起连锁反应，危机全球金融系统的稳定。因此，一个市场的崩溃将迅速传导到其他市场，“多米诺骨牌效应”的作用是惊人的。1997年始于泰国的亚洲金融危机，2008年源于美国次贷危机的全球金融危机都是很好的证明。

6. 离岸金融市场的发展

所谓离岸金融市场，是指货币存储和贷方活动发生在货币发行国境外，金融活动、利率结构既不受市场所在国，也不受货币发行国的限制，是真正意义上的国际金融市场。它起源于20世纪五六十年代，到20世纪80年代末已获飞速发展，并逐步从欧洲向世界各地扩展。目前，分布在西欧、中美洲、中东、亚洲和美国等主要地区和离岸市场已有40多个，经营的币种涉及20多种，市场规模不断扩大，世界货币存量一般要通过离岸金融市场周转。因此，离岸金融市场的发展是金融全球化的集中体现。

11.1.3 金融全球化的成因

金融全球化的发展与国际经济交往的日益密切是分不开的。这种趋势正以前所未有的速度向前推进。产生这一趋势的原因主要在于以下几方面。

1. 实体经济的发展为金融全球化奠定了经济基础

金融全球化虽然是一个金融问题，但其产生和发展则根源于实体经济，即全球生产、贸易及对外直接投资的发展。生产的全球化，尤其是跨国公司的发展，以及对外直接投资的大量增加，必然要求国际金融市场的快速发展，以保障这些跨国经济活动的顺利进行。由于劳动生产率的提高、世界贸易的扩大和跨国公司的迅速发展，发达国家国内市场趋于饱和，这促使企业的目标已不能局限于国内市场，而必须不断地开拓国外市场，占领全球市场份额，以求得生存和发展。大量跨国企业在全世界范围内频繁进行贸易往来，促使世界范围内生产要素、商品服务和信息也必须跨国流动，这必然要求资金融通、贸易结算、货币交易等金融业务全球化。可以说，推动金融全球化的直接动力是跨国公司的发展。在跨国公司迅速发展的同时，以跨国公司为主体的全球直接投资也迅速增加。生产和对外直接投资的全球化发展也要求在全球范围内进行资源配置，其中包括资金的全球配置，这就必然要求资本在全球范围内流动。因此，金融全球化是生产和对外直接投资全球化的必然要求，而生产和对外直接投资的全球化则成为金融全球化发展的重要推动力量。以跨国公司为主要载体的全球直接投资的迅速增长，不仅推动了金融机构的活动跨越民族和国家的疆界，而且为金融的全球化创造了必要的实体经济条件。从这个意义上讲，金融全球化的产生和发展首先根源于全球生产、贸易及对外直接投资的发展。

2. 金融管制的放松为实现金融全球化扫清了政策性障碍

20 世纪 70 年代末 80 年代初以来，各国政府受经济形势的影响和国际压力纷纷放松了银行管制，有的甚至取消了管制。第一次对资本跨国境流动解除管制的浪潮是由美国掀起的。由于布雷顿森林体系垮台后出现了浮动利率，再加上第一次石油危机的冲击，1974 年，美国取消了对资本流入的限制。1979 年到 20 世纪 80 年代初又出现了第二次解除资本流动限制的浪潮，英国、瑞士都取消了对资本流出的外汇管制。此后，德国、法国、意大利等国也陆续放松了外汇管制与资本流动，日本也于 1984 年放松对国内金融体系的管制，并使日元国际化。美国还取消了利率上限，并建立了国际银行，使其国内市场与欧洲离岸市场一体化。此外，1984 年，美国还带头取消了非居民对政府和公司债券投资所得利息的预扣税。随后，英国、德国相继取消，法国、意大利也逐渐放松。当前，世界各国普遍放松金融管制，允许银行和其他金融机构向客户提供全球范围的各种服务，并且各国对利率、外汇、资本市场的控制逐步削弱，这些行动均促进了国际金融市场的加速扩展和资本流动。

3. 现代信息、网络技术的快速发展为金融全球化创造了便利条件

从 20 世纪 70 年代起，电子计算机开始在世界金融业中应用。信息处理、计算机和电信技术的发展使得信息费用每年以 15%～25%的比例下降。低成本而传播迅速的电信为创造全天候的全球金融服务起了重要作用。它增加了信息量，鼓励金融机构广泛应用新工具，并且在某种程度上还改变了金融市场的职能。金融信息的传递和处理的全球网络的形成，一方面使世界各金融市场在时间和空间上相互连接，形成统一的整体，使跨国银行提高了对任何一个金融市场行情变化的快速反应能力，并大大降低了交易的成本；另一方面，也使银行能够开展诸多“利率互换”、“货币互换”等需迅速传递和处理的金融创新业务。由此可见，技术进步为金融全球化发展提供了保证。先进的科学技术在金融领域的应用方面为实现金融全球化创造了条件并加速了金融全球化的进程。

4. 金融创新为金融全球化提供了技术保障

20 世纪 70 年代以来的国际金融创新浪潮产生了许多新兴的金融工具，它们有的本身就具有国际性质，如利率互换、货币互换等。此外，高新技术在金融领域的广泛运用，还不断地为国际金融交易提供更方便、成本更低的交易手段。

金融创新作为金融技术的革命，其发展不仅对发达国家的金融业产生了革命性的影响，也对全球金融活动产生了深刻的影响。从发达国家来看，其影响主要表现为使各类金融机构之间的传统业务分工趋于模糊，呈现出同质化特征；从全球金融活动来看，各种新的金融工具作为引导资金跨国流动的载体，最终将各国的金融市场真正连接在一起，从根本上改变了全球金融运作的基础。从这个意义上说，金融创新是金融全球化的内在动力。

衍生金融产品的迅速发展是金融创新成果最直接的体现。在金融全球化的过程中，衍生金融产品的规模从可以被忽略，迅速发展到占据国际金融市场交易的最主要份额，表现出惊人的扩张性。2006 年年底，全球衍生金融产品的未清偿总额为 415.18 万亿美元，是全球 GDP 的 10 倍，其中利率远期、利率互换和利率期权为 291.99 万亿美元；外汇的远期、互换和期权为 40.18 万亿美元。

5. 国际金融市场上投资主体的变化推动了金融进一步的全球化

近年来，国际金融市场的参与者已越来越多样化，特别是各种类型的投资基金的崛起大大地改变了投资结构及交易性质，产生了一批专门为套利而参与买卖的机构投资者。它们为了获利，必然频频出没于全球各国的金融市场，寻找获利机会。这种频繁的交易更加促进了各国市场间的联系。

11.1.4 20 世纪 90 年代以来金融全球化的主要特征

1. “无国籍”资本由兴而衰

欧洲美元的产生，使得资金的跨国流动真正全球化了。它从根本上破除了国际金融中心必须依附经济贸易中心和取资于国内资本供应的传统范式，从而引发了国际金融中心的分散化进程，并导致“离岸金融中心”的产生。据估计，20 世纪 90 年代初期，世界货币存量的 50%通过离岸市场周转，世界私人财富约有 1/5 集中于离岸市场，1/5 多的银行资产投资于离岸金融市场。离岸金融市场是资本追求金融自由化的产物，因此，它以全球大多数国家(尤其是主要工业化国家)实施严格金融管制为前提。当各个国家纷纷放弃国内金融管制，从而使在岸金融市场与离岸金融市场的运作法则和经营条件接近或趋于一致时，离岸金融市场的作用就会逐渐消失或者大大降低，离岸和在岸的区别也逐渐拉平，离岸业务也就有可能回归为在岸业务。

最重要的是，20 世纪 80 年代末期以来，主要工业化国家对于存款准备金的要求普遍大大降低，从而使得刺激离岸金融发展的一大主要因素消失。与此同时，主要工业化国家通过财政改革大大降低了公司的所得税，从 20 世界 70 年代中期的 50%左右下降到 20 世纪 90 年代中期的 30%左右。其他如管理制度、优惠政策和法律环境等原先导致资本向离岸中心流动的经济制度因素，也因金融自由化进程的深入而逐渐消失。现代科技的发展使得市场结构发生了新的变化，使得那些拥有高度流动性、高效率的清算系统及大批熟练金融从

业人员的大的金融中心等产生了新的规模经济效益。这种规模经济的重新发现，大大降低了各国金融机构从主要的国际金融中心向离岸金融中心转移的可能性。

由于上述原因，在经过了20世纪80年代的高速发展之后，自90年代开始，离岸金融市场在全球金融市场中的重要性日趋下降。

离岸金融由盛而衰，从一个侧面显示了二战以来金融全球化的历史进程。在20世纪80年代下半叶之前，由于各国尚未解除对本国金融业的控制，金融全球化的发展仍然需要借助于有别于各国金融体系的独立形式。离岸金融就是应这种需要而产生并获得高速发展的。20世纪80年代下半叶之后，由于各国金融自由化改革取得了实质性进展，金融全球化的过程更进一步深入到国际市场和国内市场一体化阶段，在离岸金融市场获取超额利润的机会和条件会逐渐减少，离岸金融市场的吸引力也就逐渐下降。

2. 金融衍生产品市场崛起

20世纪70年代固定汇率制度的崩溃，是刺激金融衍生产品产生的直接动因。金融衍生产品的相继开发和推广，在金融领域掀起了一场革命。1996—1997年，仅有组织市场中的全球金融衍生品的余额就增长了1.5万亿美元，其交易额则增长了25万亿美元，而在亚洲金融危机向全世界蔓延，其他金融业务都相对萎缩的1998年第一季度，金融衍生品的余额还增加了近1万亿美元，交易额则有82万亿美元。到2001年年底，世界上已经有60多个交易所可以进行金融衍生产品的交易。基本的衍生品已达2万多个。世界上几乎每天都在产生新的衍生品。

进入新世纪后，随着全球经济规模的扩大，金融资产的规模日益扩大，衍生金融产品越发加速了增长的步伐。根据国际清算银行统计，全球场外交易(over-the-counter，OTC)金融衍生品合约名义本金余额从1998年6月末的72.13万亿美元扩大到2008年6月末的672.56万亿美元，10年间增长了9.32倍。在金融衍生品中，CDS发展最为迅猛，CDS名义本金余额从2004年12月末的6.4万亿美元迅速扩大到2008年6月末的57.4万亿美元、增长了8.98倍。全球场外交易市场金融衍生品名义本金余额占全球GDP的比率从1998年的2.7倍上升到2007年的10.5倍。

由此可见，20世界90年代以来金融衍生品的增长无论是在品种还是金额上都是迅猛的，在推进金融全球化的同时，也为2008年的金融危机埋下了种子。

3. 私人资本取代官方资本成为全球资本流动的主体

官方资本主要指的是国家之间双边和多边的援助、国际经济组织(如国际货币基金组织、世界银行等)的开发贷款等。私人资本主要指商业银行贷款及通过发行股票和各种债务工具所引起的资金流动。

1994年，政府的官方发展援助总额尚有730亿美元，1995年为770亿美元，1996年为777亿美元，而从1997年开始，竟下降为752亿美元，1998年进一步降为745亿美元。作为广义官方资本的一种，国际金融组织的贷款也很有限，1996年全球最大的国际金融机构世界银行贷款规模也仅220亿美元。与此形成鲜明对照的是，以直接投资、发行债券、发行股票和银行贷款为主要内容的私人资本流动却有了长足的发展。1997年，仅七国集团的对外直接投资已经超过4 000亿美元，国际债券的净发行规模已达5 959亿美元。1995—1997年，全球跨国股票发行的规模已经达到1 175亿美元。1992—1997年，国际银

行贷款净额从1 650亿美元增长到5 000亿美元。可见，进入20世纪90年代以来，私人资本已经在全球的资本流动中占据了绝对的主导地位。

4. 机构投资者异军突起

在全球资本流动私人化的浪潮中，最引人注目的现象就是机构投资者地位的急剧上升，尤其是亚洲金融危机后，资产管理产业更增加了几分传奇色彩。可以说，机构投资者的产生和发展，对于市场交易量、证券发行格局、国际资本流动、市场稳定性、产业组织和公司治理结构都有着重大影响。

11.1.5 金融全球化的影响

金融全球化的产生与发展对整个国际社会产生了深远的影响。一般来讲，这种影响是双重的，既有积极的影响，也有消极的影响。

1. 金融全球化的积极影响

金融全球化是世界经济一体化的必然要求，国际贸易的不断扩大势必要求资本要素也随之在世界范围内进行配置。国际经验也表明，金融全球化对整个国际社会的发展所起的积极作用是相当大的，一般来说，主要表现在以下几个方面。

(1) 金融全球化提高了金融机构的运作效率，增强了金融市场的竞争性。金融全球化的条件下金融机构竞争异常激烈，为了在激烈的竞争中立于不败之地，金融机构通过有针对性地提供具有特定内涵和特定的金融工具、金融服务满足客户的差别需求，通过改进交易方式和融资技术提高服务效率，从个性化和高效率双管齐下，提高满意度和自身的竞争力。在全球竞争推动下的金融创新活动增加了金融商品和服务，增强了金融机构的基本功能，提高了金融机构的运作效用。

(2) 金融全球化推动了国际投资的发展，为一些发展中国家的经济发展提供了机遇。一般来说，大多数发展中国家在经济发展过程，特别是由农业国向工业国转化过程中，都面临着资本短缺、技术落后、国内积累低的问题。这时，借助国外资本来弥补国内不足，就成为加速国内经济发展的重要条件。金融全球化可使一些国家的资本余额在世界范围内调节和流动，使一国的经济发展不完全受制于国内的储蓄和积累，如韩国在1962—1983年的20多年间，平均经济增长率为8.3%，其中依靠外资取得的平均增长率为5.2%。再如，墨西哥、巴西等国都曾在利用外资促进本国经济发展方面取得过辉煌的成就。因此，金融全球化为世界各国的投、融资带来了极大的便利条件，促进了国际投资的发展，为发展中国家的经济发展提供了前所未有的机遇，使这些国家经济结构发生根本改变，使以农业为主的传统经济转变为以工业为主的现代经济，还使一些国家步入新兴市场国家行列。我国在改革开放最初的20年间实际利用外资额达3 500亿美元，其中直接投资2 200多亿美元。这些外资不仅弥补了我国建设资金的不足，加快了经济增长的速度，而且还随之引进了先进的技术、设备、工艺、管理等，提高了国民经济的整体素质。

(3) 金融全球化促进了全球经济资源的优化配置，提高了世界经济的发展水平。资本作为物质生产要素的市场载体，它的充分自由流动是实现要素合理配置的基本条件。金融全球化打破了国际资本市场相互隔离的局面，为各国的资本供给者和需求者无障碍的国际金融市场中选择多样化的金融工具进行投资和筹资活动提供了便利条件。金融全球化的这

一作用的集中表现就是促进了全球跨国公司的迅速发展，带动了跨国直接投资的迅速增加。由于跨国公司的发展，各国间生产要素的流动更加合理，资源配置更趋优化，从而提高了世界经济的发展水平和整体福利。

(4) 金融全球化能够为跨国公司实现跨国经营战略目标创造条件。金融业从全球战略高度来考虑自身的机构设置和网络布局，能够为国际性的贸易生产、投资活动提供大量机会，能够满足他们的各种需求，使其充分发挥效能，实现目标。同时金融业的有利服务能够保障跨国公司的国际经营和国际金融管理活动的顺利进行，能够帮助管理人员制定、处理日益复杂的现金管理、投资和风险防范的决策框架。

2. 金融全球化的消极影响

然而，金融全球化也并非尽善尽美，特别是对经济开放的发展中国家来说是一把双刃剑，容易给经济结构和金融体制不健全的国家带来冲击，甚至引发经济危机。其消极影响表现在以下几个方面。

(1) 全球资本流动尤其是大量投机性短期资本的流动，给各国金融和经济带来动荡和冲击。全球资本流动尤其是大量投机性短期资本的流动，往往对一些国家和地区造成突然冲击，使其陷入金融、经济动荡或危机。国际投机家往往凭借巨资支配市场来牟取暴利，加剧市场波动。国际游资的投机性、流动性和逐利性使其时刻关注着各地金融市场的动向和政府决策的制定，一旦发现失误，国际游资铺天盖地的抢入会使任何一个金融体系濒临崩溃。而只要国际游资的任何一个小部分冲击任何一个经济规模比较小的国家或地区，都可能引发金融动荡。1994 年的墨西哥金融危机和 1997 年的东南亚金融危机无不与这种资本流动有关。

(2) 金融全球化会带来“金融泡沫”，加剧金融风险，甚至引发金融危机。 在金融全球化进程中，各国纷纷采取放松利率、汇率及外汇管制措施，导致金融市场波动加剧。例如，由于西方国家取消银行与证券分业管理的权限，商业银行大量涉足高风险业务领域，银行风险资产比例的数量增多，导致金融市场风险加大。另外，与金融全球化相伴随的蔓延效应，往往造成“金融病毒”传播，使一个国家或地区的金融危机迅速蔓延为全球性金融危机。例如，1997 年 7 月首先在泰国出现的问题就迅速传染了其他东南亚国家和地区，其后又冲击了俄罗斯，并在一定程度上扩散到拉丁美洲，同时也已影响到美国。而且，金融全球化的发展还意味着：一国一旦发生金融危机，解救危机所需的援助资金规模要异常巨大才行，而这也是很难解决的。1994 年墨西哥爆发金融危机爆发，国际社会筹资 500 亿美元方才缓解危机；1997 年亚洲金融危机，国际社会的援助更多，但是从后果来看，仍未根本改变局面。因此，金融全球化蕴含着较大的金融风险，这种风险的释放会直接威胁社会经济、金融的稳定与安全。

(3) 金融全球化对各国经济发展、经济结构和经济政策产生较大的冲击。目前，金融全球化发展趋势已对各国经济发展速度、经济结构变化方向、经济政策效应等产生越来越明显的影响。在全球化的金融市场中，资本流动非常便利，这使得许多国家，尤其是发展中国家希望通过吸收外资来促进经济发展和提高就业。但是，一旦外资撤离又会使一些国家经济遭受严重打击。于是，对于依靠引进大量外资来发展本国经济的国家来说，它的经济结构必然会造成很大的对外依赖性。如果世界经济发生波动，该国经济必然首先失去平衡。

此外，由于各国可在短期内很容易得到资金弥补财政和国际贸易经常项目赤字，从而推迟了财政赤字中结构不平衡的调整，这将改变财政政策的影响范围。在货币政策方面，由于金融全球化造成各国金融市场间相互连结成一整体，以及金融创新的发展，新的金融工具的不断涌现，加上进入国际市场的渠道增加，导致货币手段的有效性、货币政策的时间、影响的范围都更加难以预测。

(4) 金融全球化影响一国宏观经济决策的独立性。金融全球化使融入其中的国家或地区或多或少丧失宏观经济决策的独立性和对宏观经济的控制能力，有时甚至与各国的宏观经济调控目标逆向而行，严重干扰一个国家或地区的宏观经济调控。例如，一国为抑制通货膨胀而采取紧缩性货币政策提高利率时，国际资本会伺机而入，从而迫使该国增加货币供应量，削弱紧缩性货币政策的效力。若一国因经济衰退而采取放松银根降低利率的政策，国际资本又会大量逃离，使增加本国货币供应量的目标达不到。另外，国际资本还可能造成虚假繁荣，制造错误信息，对货币政策产生误导。

5) 金融全球化对发展中国家不利

由于迄今为止的金融全球化规则多是由发达国家制定的，因此在金融全球化中发达国家处于优势，而发展中国家处于劣势。首先，发达国家往往以其价值标准和文化取向作为“国际标准”，在金融全球化进程中强行向其他国家推销。例如在 1997 年的亚洲金融危机中，美国信用评级公司动辄降低其他国家及银行企业的信用级别，加剧了这些国家的危机。其次，在国际货币基金组织对韩国、印度尼西亚、泰国开展拯救活动时，均制定较苛刻的条款，要求接受援助的国家放开市场，改革现有体制。

(6) 金融全球化使各国之间经济利益矛盾与冲突更趋明显化。金融全球化加剧了世界经济一体化进程。在这一进程中，各国都希望从中获得更多的比较利益，而不愿失去自己的利益。因此，金融全球化使各国在贸易与投资领域的矛盾、摩擦不断。究竟是合作共享利益，还是对抗两败俱伤，已是各国在国际合作和政策制定时必须谨慎考虑的问题。

总而言之，金融全球化在对世界经济带来积极影响的同时，也带来了很多的消极影响。因此，我们必须对其进行必要的监督与管理。同时，我们也应看到，由于金融全球化本身是跨国界的，是全球性的，所以对它的管理也不是单个国家或地区所能孤立承担的。因为资本的大规模流动，必然给资本输出、输入国管制带来一些困难，即使单个国家的监管者对不利于本国的国际金融市场业务采取监管措施，若缺乏其他国家或国际金融机构的合作，单个国家采取措施的有效性也是很有限的。国际经验表明，对金融全球化的管理，需要全球一致和协调行动，单个国家和地区的行动是很难奏效的。因此，金融全球化使得各国监管当局的国际合作与协调日益显得重要。而其中尤为重要的就是各国的国际金融政策方面的协调。

11.2 国际金融协调

作为国家间交往的一种重要方式，经济领域的国际协调早在中世纪就出现了。14～17 世纪，北欧和中欧国家的一些商业城市结成了一个旨在维护商业利益的组织——汉萨同盟，他们共同分担经济风险并且垄断波罗的海地区的贸易。但是由于历史条件的限制，二战以前的国际协调发展缓慢，时断时续并且带有一定的偶然性、局部性和单一性。真正意义上

的国际协调是在经济生活高度发展的基础上形成的。二战以后，经济全球化的趋势日益增强，它超越民族国家的界限把世界经济的各个领域越来越紧密地纳入到一个统一的生产体系和分工体系之中。经济全球化的最终目标就是要把全球经济视为一个整体，消除妨碍生产要素在全球自由流通中的各种障碍。然而，在主权国家仍然是国际社会主要行为主体的当今世界，国家利益仍然是影响国际关系行为的基本动因。各国追求的目标、要求和利益不大相同，不同的国家利益必然导致国与国之间产生经济摩擦和矛盾。为了避免这种摩擦和矛盾发展到激烈对抗的地步，避免由于一国经济危机或政策失误对别国造成不利影响，就产生了加强协调与合作的共同要求。同时，一系列全球性问题的存在也需要各国联合解决。在这种情况下，相关国际组织、国际会议等协调机制逐步完善，大量国际规则、国际惯例逐步形成，国际协调也逐步从单一向多渠道、多层次发展，作用日益显著。

近年来金融全球化的发展呈现迅猛的态势，极大地促进了世界经济的发展，但是与此同时，金融全球化也给金融市场带来了极大的波动和风险。一旦整个金融体系的某个环节发生问题就有可能引发一场全球性的危机。1997 年亚洲金融危机爆发以后，全球金融秩序受到巨大冲击，日元大幅度贬值，俄罗斯、巴西相继陷入金融混乱，并波及欧美主要发达国家，全球经济增速放缓。尽管这与全球化和信息化经济体系极强的传导性不无关系，但最主要的原因应该是各国行动上的非协调性及国际金融体系太不完善及软弱无力的表现。金融市场无疑已经成为最需要进行国际协调的领域，也是最亟待完善的领域，而金融领域的国际协调就显得尤为重要。

11.2.1 国际金融协调的基本含义

国际金融协调是指世界各国政府和有关国际金融机构为促进国际金融体系和金融市场的稳定和发展，在国际磋商和国际协议的基础上，在国内政策方面相互进行配合，或对国际金融活动进行的联合行动。从狭义上讲，国际金融协调是指各国在制定国内金融政策的过程中，通过各国的磋商等方式对某些金融政策进行共同的设置。而从广义上讲，凡是在国际范围内能够对各国国内金融政策产生一定程度制约的行为均可视为国际金融协调。我们所说的国际金融协调是指广义的国际金融协调，它既包括全球性的常设机构所进行的国际协调，也包括世界各国及各地区进行的、对国际经济形势产生重大影响的协调。

国际金融协调的主体是各国政府和主要的国际金融组织，目的是保持国际金融市场的稳定发展，维护各国的经济利益。国际金融协调的对象是国际金融活动，其特征是各国保持一致的立场或采取联合的行动，协调成败的关键是各国能在多大程度上对国内的金融政策做出牺牲，以及政府愿意动用多少国内资源进行干预。

11.2.2 国际金融协调的内容

国际金融协调的内容主要包括国际收支失衡的国际协调及汇率的国际协调、国际金融体系本身的国际协调。

1. 国际收支失衡的国际协调

国际收支失衡不仅影响各国的经济发展，也会危机世界经济的正常运行，因而始终是国际金融协调的一项重要内容。从布雷顿森林体系时代开始，国际货币基金组织就设有多

种贷款，为各会员国克服国际收支失衡提供资金融通。更主要的是，布雷顿森林体系解体后，各国之间经常通过各种磋商与对话来协调各国的经济政策，以便调节国际收支。

2. 汇率的国际协调

由于汇率的不稳定不仅会造成国际货币和经济关系的紊乱，而且会给有关国家的国际收支和经济增长带来危害。因此，当汇率出现大幅波动，严重偏离均衡汇率时，就有必要进行国际协调。汇率的国际协调是指国际社会在货币经济政策方面采取有针对性的步骤和措施，协调管理和干预主要货币的汇率变动。

3. 国际金融体系本身的国际协调

国际金融体系是指支配各国金融政策关系的规则、机构及国际金融交易所依据的惯例。为维持国际经济与金融的正常秩序，有必要根据形式的变化，加强国际金融协调，改革国际金融体系。

11.2.3 国际金融协调的形式

由于经济发展的多样性、区域经济发展的不平衡及受其他因素的影响，各国的金融制度、监管方式与政策措施均出现多样化或各具自身的特色，因此，国际金融协调和合作的形式也是多样化的。在这里，主要从地域范围和参加国的构成情况来看，有全球性国际金融协调、区域性国际金融协调、国家间的双边与多边国际金融协调 3 种形式。

1. 全球性国际金融协调

全球性国际金融协调是世界各国通过签订国际协议、成立有关国际金融组织、建立和完善有利于国际经济交往的国际金融体系等方式来解决那些仅靠少数几个国家或个别地区无法解决的国际金融问题的一种国际金融协调方式。全球性国际金融协议和国际金融组织的形成是世界范围内国际金融协调的一种结果和表现形式。反过来，全球性国际金融协议和国际金融组织的形成又对解决全球性的国际金融问题，促进各国间的国际金融协调发挥着巨大的作用。二战后，全球性金融协调的主要成果及表现形式是达成了布雷顿森林协议，建立了国际货币基金组织和世界银行。

2. 区域性国际金融协调

区域性国际金融协调是一个地区内的有关国家在货币金融领域内所实行的协调。区域性国际金融协调的典型是欧洲货币联盟。目前，欧洲货币联盟已经统一了货币，设立了统一的中央银行，实行了货币市场与资本市场的统一、货币政策的统一。

3. 国家间双边或多边国际金融协调

国家间双边或多边国际金融协调主要包括两大类，一类是发达国家间的金融协调，另一类是发展中国家的金融协调。发达国家的国际金融领域的协调主要体现在完善制度、政策协调与信息交换 3 个方面；发展中国家间的国际金融协调主要是通过建立合作银行、设立发展基金、创立汇兑机制、协调财政货币政策来实现。

11.2.4 国际金融协调的实践

国际金融协调是一个发展的概念。伴随着世界经济、金融的发展，这种协调的广度与深度也都会发展变化，具体来说，国际金融协调的主体、方式、内容和范围也都会随时代的推进而发生变化。根据这些方面的差异，可以把国际金融协调的过程划分为以下几个阶段。

1. 第一阶段：1974—1978 年

自 1973 年布雷顿森林体系瓦解后，经济合作与发展组织的部分国家开始探讨在浮动汇率制度下的宏观经济政策的协调问题。1977 年的伦敦首脑会议将宏观经济政策的协调作为主要议题。会上，日本同意采取扩张性的财政政策，以刺激自 1974 年石油危机以来的世界经济衰退。在 1978 年的波恩会议上，联邦德国同意增加政府开支，而美国则答应采取降低通货膨胀率的政策。一系列的合作政策意在阻止 1978 年美元的贬值和限制美国采取的利用通货膨胀来复苏美国经济的扩张性货币政策和财政政策。1977—1978 年西方首脑会议的政策协调，为主要工业化国家进一步的政策磋商和政策合作铺平了道路。在此阶段，针对跨国银行过度投机活动对国际金融市场的稳定所造成的隐患，西方主要工业国家还成立了巴塞尔委员会，以加强对跨国银行的监管。

2. 第二阶段：1980－1985 年

持续的高通货膨胀率成为各国经济的头号敌人，各国政策的制定者的首要目标是抑制通货膨胀，这个时期可以称为非协调的政策制定时期。例如，里根政府采取的高赤字、低税收、高支出政策和紧缩性货币政策导致美元连续 5 年升值，这些政策完全不同于其他工业化国家；而美国要求其他工业化国家分担美元升值的压力，但是美国主要贸易国家拒绝了这一建议，并且希望美国改变其政策。

3. 第三阶段：1985—1996 年

鉴于美国汇率高估已严重影响国际金融体系的稳定，1985 年 9 月 22 日，西方五国财长和央行行长在美国纽约的广场旅馆召开会议，讨论美元币值问题，该会议决定西方五国共同干预外汇市场，压低美元汇率，发表了著名的“广场宣言”。9 月 23 日，美元下跌，并且在 1986—1987 年美国维持宽松的货币政策和降低利率使美元持续下降。它标志着西方五国通过协调来控制国际汇率的开始。此后几年中，七国集团(GT，包括美国、英国、法国、德国、日本、意大利、加拿大 7 个国家)的首脑会议和财长与央行行长会议将汇率政策协调逐步推向深入，协调范围不断扩大。

1986 年，在东京会议上，西方七国财政部长决定每年至少举行一次会议，进行经济政策磋商和回顾各国的经济政策。1987 年的巴黎卢浮宫会议就经济政策磋商集中的问题达成了一致的意见，选择 7 种经济指标：经济增长、通货膨胀、经济项目和贸易项目平衡、汇率、货币政策和政府财政预算(此后又增加了商品价格指数)。西方七国首脑会议政策目标的基础。但由于各国所面临的经济问题不同，宏观经济政策也并不是完全一致的，也不可能完全遵守所达成的政策协议。根据学者的研究，1975—1989 年期间只有 1/4 的协议得到贯彻，而从国家来说，英国遵守协议的程度最高，为 41.3%，遵守协议最少的两个国家是

美国和联邦德国，仅为 26%。这表明国际经济政策协调与合作中并不是十分一致的，但是，这比各国完全以本国经济发展为目标而不考虑其他国家利益，或者采取以邻为壑的政策要大大前进了一步。在开放经济条件下和世界经济日益一体化的趋势下，各国宏观经济政策的协调与合作可以推动世界经济的持续增长，从而使各国可以充分享受世界经济繁荣所带来的发展机会。例如，各国多次把控制通货膨胀、稳定物价作为政策目标的协调；又如在利率方面，自 1983 年威廉斯堡首脑会议之后，西方国家曾一致行动 5 次下调利率，刺激世界经济复苏等，这些协调与合作均有力地促进了世界经济的发展。

4. 第四阶段：1997 年以后

1997 年的亚洲金融危机使国际宏观经济政策的协调与合作超出了传统的七国集团。工业化国家和发展中国家共同讨论和制定解决金融危机和促进世界经济发展的措施，已经成为国际宏观经济政策协调的新趋势。

由于中国在国际上的经济和政治地位提高，中国在国际宏观经济政策的协调中的作用日益彰显。为此，2003 年 6 月，八国集团(俄罗斯 1997 年作为正式成员参加七国集团，形成八国集团，即 G8)在法国的埃维昂举行。国家主席胡锦涛应法国总统希拉克的邀请，出席了八国集团在峰会前与 11 个发展中国家举行的南北领导人非正式对话会议，这是中国首次被邀请参加，除 2004 年外，八国集团峰会每年都邀请中国参加。2008 年金融危机后，印度、巴西、南非等金砖国家也是参加八国集团峰会的常客。另外，1999 年由主要发达国家和新兴市场国家组成的二十国集团(G20)，虽然是国际货币基金组织和世界银行框架内非正式对话的一种新机制，但也是重要的国际金融协调的平台。特别是自 2008 年国际金融危机爆发以来，每年两次的二十国集团领导人峰会更凸显了它的重要性。

阅读资料 1-1

七国集团

七国集团是八国集团的前身，是主要工业国家会晤和讨论政策的论坛，成员国包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。20 世纪 70 年代初，在第一次石油危机重创西方国家经济后，在法国倡议下，1975 年 11 月，为共同研究世界经济形势、协调各国政策及重振西方经济，法国、美国、德国、日本、英国、意大利六国领导人法国巴黎郊外的朗布依埃举行了首次最高级经济会议。1976 年 6 月，六国领导人在波多黎各首府圣胡安举行第二次会议，加拿大应邀与会，形成七国集团。每年一次轮流在各成员国召开，也被称为“西方七国首脑会议”。七国集团首脑峰会宣告诞生。1997 年俄罗斯的加入使得七国集团转变为八国集团。

七国集团的 GDP 约占当时世界总量的 2/3，贸易额约占世界总额的 1/2，发展援助额占援助总量近 3/4，是名副其实的“富人俱乐部”。

阅读资料 11-2

二十国集团

二十国集团，又称 G20、20 国集团，是一个国际经济合作论坛，于 1999 年 9 月 25 日成立，属于布雷顿森林体系框架内非正式对话的一种机制。

1997 年亚洲金融危机的爆发使国际社会认识到，国际金融问题的解决除西方发达国家外，还需要有影响的发展中国家参与。1999 年 9 月，西方七国集团财政部长和中央银行行长在华盛顿发表声明表示，

同意建立由主要发达国家和新兴市场国家组成的二十国集团就国际金融问题进行磋商。1999年9月25日，八国集团的财长在华盛顿宣布成立二十国集团。这个国际论坛是由欧盟、布雷顿森林机构和来自19个国家的财长和中央银行行长组成。1999年12月16日，二十国集团的财政部长和中央银行行长在柏林举行二十国集团创始会议。会议强调，二十国集团是国际货币基金组织和世界银行框架内非正式对话的一种新机制，旨在推动国际金融体制改革以及发达国家和新兴市场国家之间就实质性问题进行讨论和研究，以寻求合作并促进世界经济的稳定和持续增长。

二十国集团成员包括八国集团成员国(美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、俄罗斯)，以及中国、阿根廷、澳大利亚、巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、沙特阿拉伯、南非、韩国、土耳其和作为一个实体的欧盟。二十国集团的GDP总量约占世界的90%，人口占全球的2/3。

因为2007—2010年的经济危机，20国集团从2008年起召开领导人峰会以商讨对策，并从2009年起每年举行两次峰会。峰会的另一个目的是纠正过往有关环球经济的会议和管理中没有包含新兴工业国家的局面。

11.2.5 国际金融协调面临的问题

1. 新形势下的国际金融体系改革

从20世纪90年代以来，国际金融市场先后发生的英镑危机、墨西哥金融危机、巴林银行倒闭、日本银行业陷入困境、亚洲金融危机、2008年全球金融危机等一系列金融事件，表明现行的国际金融体系和国际协调机制严重滞后于金融全球化进程。这套体系和机制基本上是二战以后20世纪四五十年代形成的，它显然已严重不适合新形势下金融全球化的发展。特别是2008年金融危机后，国际金融界有关改革现行国际金融体系，建立一个高效而可靠的防范和化解危机的国际金融体系的呼声越来越高。

未来国际金融体系改革应重点着眼于以下几个方面。

第一，完善全球金融危机救助机制。可以考虑在目前国际货币基金组织救助机制的基础上，成立全球金融救援基金，由各主要经济体按照一定比例出资，对有关国家特别是发展中国家进行救援。国际货币基金组织必须提高对危机的反应能力和救援能力，改变原先基于“华盛顿共识”的危机救援思路，完善救援工具及救援方式。

第二，加强主要国家间宏观经济的稳定协调机制。基于美元在国际货币体系中的重要地位，必须切实防止美元汇率无序波动对全球经济造成的损害。

第三，加强对国际资本流动的监督管理。当今全球大规模的资本跨境流动给各国特别是发展中国家的经济金融安全造成很大的威胁，应当在国际层面上建立对资本流动的监管协调机制，制定针对对冲基金等主要投资者的监管框架，加强对场外衍生品市场的跨国监管协调，制定监管准则，提高市场交易透明度，有效防范金融风险。同时建立更为充足的资金来源，以保持应付大规模资本流动和短期流动性危机，

第四，推动全球治理结构的多极化。让更多的发展中国家参与到国际经济金融的规则的制定中来，增加其在国际金融事务中的话语权和规则制定权，形成有效的多边磋商机制。

第五，加强国际债权人和债务人之间的协商，建立国际性债务重组、延期直至减免的机制，以尽量化解国际债务风险。

第六，以《巴塞尔协议》为核心，加强对金融业的监管和规范，尤其是对跨国金融机构或金融机构跨国经营业务的监管，以协调和推动各国监管体系的建立和防范。

此外，在目前的改革浪潮中，作为唯一的全球性机制的联合国应与世界三大经济组织(国际货币基金组织、世界银行和 WTO)加强协调，在对付诸如金融危机的世界性经济问题上发挥更大的作用。

2. 宏观经济政策协调所面临的问题

各国进行宏观经济政策协调时，会遇到很多的问题与阻力。主要包括以下几个方面。

(1) 各国对合作政策的执行程度可能并不一致。

如果一国只让其他国家采取共同的政策，而自己仅仅执行对其本国有利的政策，那么也就带来了自动执行共同政策的监督问题。七国集团并没有建立起强制性的监督机制，于是这种非正式的协调在这种情况下往往因缺乏强制性监督机制而失败。虽然在一国偏离设定的目标时，或者可以采取一些补救措施，但是七国集团提出的政策本身也不是十分明确，因而也影响了预定政策目标的实现。

(2) 不同国家货币政策行动的协调会严重损害各国中央银行的信誉。

中央银行在外国政策的压力下制定政策或者使本国政策得到外国的批准，就足以损害其所制定的国内财政政策和货币政策的信誉，而公众则会将应承担的政策合作义务视为不确定性的义务，因而使政府的宏观经济目标难以实现。

(3) 协调国家之间的利益，也是宏观经济政策协调面临的问题。

首先，西方七国集团内部存在分歧。美国的核心目标是维护其在国际金融秩序中有利的主导地位，特别是维护美元的统治地位。欧盟当前的着眼点是推动统一货币即欧元，因而政策内向型较强，对外以求稳为主，无意也无力挑战美国的金融霸权。但欧盟国家通过实力整合和实力积蓄，最终挑战美元金融体系的端倪已经出现。日本金融问题层层曝光，经济自身难保，对外政策心有余而力不足。但日本对美国夺取其在东亚的传统产业基地痛心不已，日本始终在试探使日元国际化和区域化，并建立亚洲日元圈，以维护其在亚洲的金融地位。

其次，从世界范围来看，世界金融体系进一步分割，各国金融制度差异性逐渐增多。北美、南美市场会维持现存体制，日本也与其保持一致；欧洲在欧元启动以后，欧盟内部各国货币之间将更具有固定汇率制度的特点，最终统一为欧元，因而其金融体制将不得不走向统一，而新的统一的金融体系将更加有利于经济和金融稳定，这必然演化出许多区别于美国之处；新兴市场还将向成熟经济靠拢，但将走出更多的中间道路，个别国家会在体制上更加保守；中国在世界金融市场上的砝码会加重；老挝、缅甸、非洲大部分地区因尚未形成本国金融市场，继续隔绝在国际资本市场之外。整个世界金融体系从而可分割为美日、欧盟、新兴市场和落后市场 4 个有明显制度差异的部分。

再次，以少数发达国家为主的政策协调的倾斜性。以美元为主的布雷顿森林体系瓦解后，以少数大国为主的协调方式虽然打破了美国的强权，但往往以少数发达国家利益为重，不惜违反市场规则和牺牲他国利益尤其是发展中国家的利益，从而导致金融风险和危机。例如，20 世纪 90 年代的债务危机的直接原因，是发达国家采取了统一的提高利率的政策。虽然发达国家的物价得到了控制，实现了这些国家经济的内部平衡，但导致发展中国家无法支付高额利息，爆发世界性债务危机。1994 年墨西哥金融危机的直接原因也是由于美国利率上调。墨西哥较早实行了金融自由化，建立新兴证券市场，大量外资从直接投资转为

证券投机，其中的短期资金对突发因素十分敏感。1997年亚洲金融危机的触发因素正是美国利率上调，导致股票市场大量短期游资抽逃，股市暴跌。

11.3 《巴塞尔协议》

在国际银行业监管领域，最具影响力的组织当属巴塞尔委员会。巴塞尔银行监管委员会(以下简称巴塞尔委员会)的成员由十国集团(实际上是 12 个发达国家)的中央银行和金融监管机构组成，秘书处设在国际清算银行，其主要任务是“制定广泛的监管标准和指导原则，提倡最佳监管做法，期望各国采取措施，根据本国的情况通过具体的立法或其他安排予以实施”。巴塞尔委员会在国际上享有广泛的影响，它所制定的指导性文件不仅为其成员国监管当局所接受，而且往往成为其他发达国家和众多发展中国家共同遵循的标准。该组织自成立以来，针对接踵而至的国际银行倒闭事件及成员国共同关心的金融监管问题，制定并发布了一些列文件。这些文件围绕国际银行业的审慎监管及其风险防范主题提出并阐述了一些列原则、标准和建议。

11.3.1 《巴塞尔协议》的产生与演变

在 1975 年 9 月 26 日，即巴塞尔委员会正式成立后不久，它就形成了第一个对银行的国际监管条例，即《对银行的外国机构的监督》。1975 年 12 月，十国集团和瑞士的中央银行批准了这个文件，将其称为第一个《巴塞尔协议》，又称为《神圣条约》。该协议极为简单，核心内容就是针对国际性银行监管主体缺位的问题，突出强调了两点：一是任何银行的国外机构都不能逃避监管，母国和东道国应共同承担监管的职责。二是东道国为主监督外国分行的流动性和外国子银行的清偿能力，总行为主监督其在外国分行的清偿能力，外国子银行的流动性主要由东道国负责。

第一个《巴塞尔协议》存在严重不足，如合作范围过于狭窄、各国监督仍缺乏有效地协调统一等。针对前者暴露出的问题，1983 年 5 月，十国集团和瑞士又通过了第二个《巴塞尔协议》，即修改后的巴塞尔协议——《对银行国外机构监督的原则》，又被称为《新神圣条约》。第二个《巴塞尔协议》规定：任何银行不得逃避监督，如果母国当局对其海外银行监督不充分，东道国可以禁止这些银行在其境内经营；分行的清偿力监督由母国当局负责，但是子行的清偿力监督是东道国与母国的联合责任，合资银行清偿力监督由东道国负主要责任；分行和子行的流动性监督由东道国当局负责，但母国管理当局应对整个银行集团的流动性负责。

第二个《巴塞尔协议》基本上是前一个协议的具体化和明细化，如明确了母国和东道国的监管责任和监督权力，分行、子行和合资银行的清偿力、流动性、外汇活动及其头寸各由哪方负责等，由此体现“监督必须充分”的监督原则。

虽然前两个《巴塞尔协议》取得了一定的成果，但是它们所倡导的国际监督的范围与性质仍具有极大的局限性，协议本身也存在不少的问题。1988 年 7 月，十国集团各成员国中央银行行长们聚会于瑞士巴塞尔国际清算银行，原则上通过了巴塞尔委员会制定的《关于统一国际资本衡量和资本标准的协议》(proposal for international convrgence of capital measurement and capital standards)，第三个《巴塞尔协议》应运而生。现在我们经常提及的

《巴塞尔协议》就是这个协议，(也被称《为巴塞尔协议 I》)。《巴塞尔协议》是国际银行业统一监管的一个划时代文件，该协议对银行的资本比率、资本结构，各类资产的风险全数等都做了统一规定，其主要目的有二个：一是通过制定银行的资本与风险资产的比率，规定出计算方法和标准，以保障国际银行体系健康而稳定地发展；二是制定统一的标准，以消除国际金融市场上各国银行之间的不平等竞争。

11.3.2 《巴塞尔协议》的主要内容

《巴塞尔协议》的内容主要有四部分，即资本的组成、风险权重的计算标准、资本充足率规定、过渡与实施安排。

1) 资本的组成

《巴塞尔协议》把资本分为两级，即核心资本与附属资本。核心资本作为资本基础的第一级，是银行资本中的最重要组成部分。它包括股本和公开储备。核心资本占银行资本的比例至少要占银行资本基础的 50%。附属资本作为资本基础的第二级，包括非公开储备、重估储备、一般储备金或普通呆账准备金、长期次级债务和带有债务性质的资本工具，其总额不得超过核心资本总额的 100%。

2) 风险权重的计算标准

银行的管理层需要防备各种不同的风险，对大多数银行来说最主要的风险是信贷风险。根据资产类别、性质以及债务主体的不同，《巴塞尔协议》将银行资产负债表的表内和表外项目划分为 0%、20%、50%和 100%四个风险档次。风险越大，加权数就越高。

3) 资本充足率规定

为长期保证国际银行拥有一个统一稳健的资本比率，巴塞尔委员会要求：从该文件公布之日起，在将近 5 年的过渡期内，银行要逐步建立起所需的资本基础，到 1992 年年底，银行的资本与加权风险资产的目标标准比率应达到 8%，其中核心资本至少为 4%。这一比率又称为资本充足比率。

4) 过渡与实施安排

为了保证顺利、平稳地过渡到新的监管体系，巴塞尔委员会同意设置一个过渡期，让各国银行调整和建立所需的资本基础，并且为 1990 年年底设立了一个中期标准，即在 1990 年年底，银行资本充足比率应达到 7.25%，其中至少有一半为核心资本，而到 1992 年年底，过渡期结束。此时，银行资本充足比率应达到 8%，其中核心资本至少为 4%，附属资本成分不能超过核心资本，附属资本成分中的长期次级债务不超过核心资本的 50%。

11.3.3 《巴塞尔协议》的缺陷及其完善

从国际银行业风险管理的角度看，1988 年的巴塞尔协议存在以下不足之处。

(1) 容易导致银行过分强调资本充足的倾向，从而相应忽视银行业的盈利性及其他风险，这样，即使银行符合资本充足性的要求，也可能因为其他风险而陷入经营困境。例如，1993 年年底巴林银行的资本充足率远超过 8%，1995 年 1 月巴林银行还被认为是安全的，但到 1995 年 2 月末，这家银行就破产并被接管了。

(2) 从具体的风险资产的计算看，《巴塞尔协议》没有考虑同类资产不同信用等级的差异，从而不能十分准确地反映银行资产面临的真实的风险状况。

(3) 对于国家信用的风险权重的处理比较简单，这主要表现在国家风险在确定风险资产中的影响过大，同时对于不同风险程度国家的风险权重的处理过于简单，如对于经济发展与合作组织国家和非经济发展与合作组织国家的风险权重的确定。

(4) 仅仅注意到信用风险，而没有考虑到在银行经营中影响越来越大的市场风险、操作风险等等。

(5) 《巴塞尔协议》难以有效约束日益增长的国际银行界的资本套利现象；通过推进资产的证券化将信用风险转化为市场风险等其他风险来降低对资本金的要求、广泛采用控股公司的形式来逃避资本金的约束等。

正是由于《巴塞尔协议》在实际应用中日益显现出来的局限性，巴塞尔委员会在1996年年初推出了《〈巴塞尔资本充足协议〉的补充协议》，在1997年4月提出了《银行业有效监管核心原则》，并于同年9月下旬在中国香港召开的国际货币基金组织和世界银行年会上正式通过，要求世界各国金融监管当局在1998年10月之前进行认可。巴塞尔委员会将与其他有关组织一起，督促各国加快实施银行业有效监管核心原则的进程。

11.3.4 《巴塞尔核心原则》

《银行业有效监管核心原则》是继《巴塞尔协议》(1988年版)之后，在国际银行监管领域又一份具有划时代意义的文件。《巴塞尔核心原则》共包括25条基本原则，分别论述了银行业有效监管的前提条件；获准经营的范围和结构；审慎管理和要求；银行业持续监管的方法；信息要求；监管分院的正当权限；关于跨国银行业务等内容。概而言之，《巴塞尔核心原则》主要包括以下5个方面的内容。

1. 有效银行监管的先决条件

银行监管尽是金融稳定各项安排中的组成部分，而有效的银行监管体系必须有赖于以下几个先决条件：稳健可持续的宏观经济政策、完善的公共金融基础设施、有效的市场约束、高效率解决银行问题的程序、提供适当的系统性保护机制、适当的银行监管的法律框架、建立监管者之间分享信息及为信息保密的各项安排。

2. 发照程序和对机构变化的审批

为了形成一个健康的金融体系，明确界定被监管对象，监管当局应明确规定已获得执照并接受银行监管的各类机构可以从事的业务范围，并且严格控制“银行”一词的使用。发照机关应有权力制定发照标准并拒绝一切不符合标准的申请，发照程序至少应包括审查银行的所有权结构、董事和高级管理层、经营计划和内部控制，以及包括对资本金在内的预计财务状况等。同时，在银行股权的转让和银行的重大收购与投资方面，银行监管者必须有权审查和拒绝银行向其他方面转让大笔股权或控制权的申请；且必须有权建立标准，用以审查银行的大笔收购和投资，确保其附属机构或组织结构不会带来过高的风险或影响有效的监管。

3. 持续性银行监管的各项安排

持续性银行监管的各项安排主要包括3方面内容。

1) 审慎法规与要求的制定与实施

银行业监管程序的一个重要部分是监管者有权制定并利用审慎法规和要求来控制风

险，其中包括资本充足率、贷款损失准备金、资产集中、流动性风险管理和内部控制等方面。

2) 持续进行的银行监管手段

银行监管体系必须包括某种形式的现场和非现场检查；银行监管者必须与银行管理层保持经常性的接触，全面了解该机构的经营情况；必须具备在单一和并表的基础上收集、审查和分析各家银行的审慎报告和统计报表的手段；必须有办法通过现场检查或利用外部审计师对监管信息进行核实。同时，银行监管的一个关键因素是监管者要有能力对银行进行综合并表监管。

3) 银行机构的信息要求

银行监管者必须要求银行根据统一的会计准则和做法保持完备的会计记录，从而使监管者能真是公正地了解银行的财务状态和盈利水平。

4. 监管者的正式权利

银行监管者必须掌握完善的监管手段，以便在银行未能满足审慎要求(如最低资本充足率)或当存款人的安全受到威胁时采取纠正措施。但当所有的纠正办法都失效后，监管者必须有能力关闭或参与关闭一家不健康的银行以保护整个银行系统的稳定性。

5. 跨国银行的监管

跨国银行的监管划分为两个方面。

1) 母国监管者的责任

银行监管者必须实施全球性并表监管，对银行在世界各地的所有业务进行充分的监测并要求其遵守审慎经营的各项原则，特别是其外国分行、附属机构和合资机构的各项业务。并表监管的一项关键因素是与各有关监管者建立联系、交换信息，特别是东道国监管当局。

2) 东道国监管当局的责任

银行监管者必须要求外国银行应按东道国过内机构所同样遵循的高标准从事当地业务，而且从并表监管的目的出发必须有权分享其母国监管当局所需的信息。

11.3.5 《巴塞尔新资本协议》

1988 年《巴塞尔协议》发布以后，全球银行业经历了重大的变化，促使巴塞尔委员会着手对其进行全面的调整与修订。1999 年，巴塞尔委员会公布了修改资本协议的框架性文件并开始征求意见，此后又在 2001 年和 2003 年发布了征求意见的第二稿和第三稿。2004 年 6 月，巴塞尔委员会正式通过《在国际上统一资本计量和资本标准：修订框架》，即《巴塞尔新资本协议》(也称《巴塞尔新协议》或《巴塞尔协议 II》)的定稿。

从 1975 年 9 月的第一个《巴塞尔协议》到 1999 年 6 月《巴塞尔新资本协议》第一个征求意见稿的出台，再到 2006 年 10 月新协议的正式实施，时间跨度长达 30 年。几十年来，《巴塞尔协议》的内容不断丰富，所体现的监管思想也不断深化。新的资本协议对银行风险管理的整体思路、方法做了新的总结与规范，将对国际银行业及全球所有银行的业务、风险管理体系、业务报告路线以及与投资者的关系、与监管者的沟通等带来深远的影响。

1.《巴塞尔新资本协议》的主要内容

《巴塞尔新资本协议》的基本内容主要由最低资本金要求、外部监管和市场约束三大支柱组成。《巴塞尔新资本协议》在全面继承以 1988 年《巴塞尔新》为代表的一系列监管原则成果的基础上，继续延续以资本充足率为核心、以信用风险控制为重点，着手从单一的资本充足率约束，转向突出强调银行风险监管。

1) 第一支柱：最低资本充足要求

最低资本金要求是《巴塞尔新资本协议》的重点，包括信用、市场和操作性风险的最低资本充足率要求依旧为 8%。对信用、市场和操作风险，《巴塞尔新资本协议》提出了不同的测量方法。

(1) 《巴塞尔新资本协议》提出了两种信用风险的基本计量方法。

第一种是标准法，它延续了 1988 年《巴塞尔协议》的思路，建议风险程度较低一些的银行使用外部评级结果来计量风险，计算银行资本充足率。与 1988 年《巴塞尔协议》中的风险权数进行比较，它的进步主要是去掉了对于非经济发展与合作组织国家的歧视。

第二种是内部评级法。巴塞尔委员会提出内部评级法允许银行在评估资产组合的信用风险时，应用银行自己对借款人资信情况的评估，前提条件是，银行的评估方式和信息披露都必须符合一系列的严格标准，并获得监管当局的批准。《巴塞尔新资本协议》将银行的账面资产定义为公司、主权、银行、零售、项目融资和股权 6 类，由银行对每一个借款人的资信情况进行评估，并将结果转换为对未来潜在损失量的估计值，以此构成确定最低资本要求的基础。

(2) 关于操作风险，巴塞尔委员会认为，操作风险是指由不完善或有问题的内部程序、人员及系统或外部事件所造成损失的风险。为应付操作风险可能带来的损失，银行也要像对待信用风险那样，将操作风险的资本准备，列入资本监管的第一支柱，并保有相应的最低资本金。这时新资本协议不同于旧协议的重要特点之一。

2) 第二支柱：外部监管

监督检查是最低资本规定和市场纪律的重要补充。外部监管的目的是确保各家银行建立起有效的内部程序，借以评估银行在认真分析风险基础上设定的资本充足率，并对银行是否妥善处理了不同风险的关系进行监督。《巴塞尔新资本协议》强调，银行资本低于需求水平时，监管当局要加强对银行的监测、限制支付股息、要求银行准备并实施满意的恢复资本充足率的计划、要求银行立刻筹措额外资本。

3) 第三支柱：市场约束

市场约束具有强化资本监管、帮助监管当局提高金融体系安全的潜在作用。通过建立信息披露要求以达到促进市场纪律约束的目的，信息披露的内容包括便于市场参与者评价有关适用范围、资本构成、风险暴露、风险评估和管理程序及银行资本充足率的重要信息。要求银行不仅要披露风险和资本充足率状况的信息，而且要披露风险评估和管理过程、资本结构及风险与资本匹配状况的信息；不仅要披露定量信息，而且要披露定性信息；不仅要披露核心信息，而且要披露附加信息。

2.《巴塞尔新资本协议》的主要特点

(1) 使资本水平能够更真实地反映银行风险。最低资本充足率要求(8%)仍然是《巴塞尔新资本协议》的重点。

《巴塞尔新资本》协议强调：①要借助外部信用评级确定资产风险权重，计量最低资本需要，使风险衡量更为客观：②银行资本储备除要反映其信用风险外，还必须同时反映市场风险和操作风险：③确定资本充足水平时，要充分考虑各种风险缓解技术、工具的影响；④在评估资产风险权重和资本充足水平时，要考虑抵押品价值和质量、担保人信用及能力等因素。这些规定扩大了银行风险管理的涉及范围，风险计量更为谨慎、周密，方法更趋科学。

(2) 进一步强调了银行内控机制建设的重要性和基本要求。

《巴塞尔新资本协议》强调：①综合考虑各种风险因素的充足的资本储备是银行风险管理的第一支柱，外部信用评级与内部评级体系是确定最低资本充足水平的依托；②允许符合条件的银行采用内部评级系统确定资产风险权重和最低资本充足需求，允许内部评级定的资本充足率低于外部评级；③银行可以因地制宜采用标准法或内部初级法、内部高级法，在降低资金成本的同时，鼓励各银行在风险测量、管理方法上的投资与研究。这些规定既强化了银行建立内控机制的责任，又增加了银行风险管理手段的灵活性。

(3) 更强调监管当局的准确评估和及时干预。

《巴塞尔新资本协议》强调：①监管当局的严格评估与及时干预是银行风险管理的第二支柱；②监管当局要准确评估银行是否达到最低资本需要，评估银行资本水平是否与实际风险相适应；③监管当局要评估银行内部评级体系是否科学可靠；④监管当局要及早干预，防止银行资本充足水平低于实际风险水平。这些规定均强化了监管当局职责，硬化了对银行风险管理的监管约束。

(4) 更强调银行资本管理的透明度和市场约束。

《巴塞尔新资本协议》强调：①信息透明和市场约束是银行风险管理的第三大支柱；②银行应当向社会及时披露关键信息，包括资本构成、风险资产及计量标准、内部评级系统及风险资产计量法、风险资产管理的战略与制度、资本充足水平等等；③银行应具有经董事会批准的正式披露政策，该政策应概括公开披露财务状况和经营状况的目的和战略，并规定披露的频率及方式。这些规定有助于强化对银行的市场约束，提高外部监管的可行性、及时性。

11.3.6 2010 年的《巴塞尔协议 III》

美国次贷危机的爆发和蔓延，暴露了金融市场的缺陷和金融监管的漏洞，作为国际银行业监管基础的《巴塞尔新资本协议》(即《巴塞尔协议 II》)，也因监管标准的顺周期性和监管要求的风险覆盖能力不足而面临实质性调整的需要。2008 年 4 月金融稳定论坛(Financial Stability Forum，FSF)向七国集团国家财长和央行行长提交了报告，报告中指出“监管框架及其他政策措施存在问题，如《巴塞尔协议 II》框架，也是金融机构风险敞口加大、过度涉险及流动性风险管理薄弱的因素之一”，并建议“强化对资本、流动性和风险管理的审慎监管”。在此背景下，为进一步加强对银行部门的监管，巴塞尔委员会以《巴塞尔协议 II》即《巴塞尔新资本协议》为基础，制定了一套全面的改革措施，即《巴塞尔协议 III》。2010 年 9 月 12 日，巴塞尔委员会召开央行行长及监管当局负责人会议，就《巴塞尔协议 III》的基本框架达成一致。2010 年 11 月，二十国集团领导人首尔峰会正式通过了该框架。该协议主要包括关于提高资本的标准和关于过渡期安排两个方面的内容。

1. 提高资本标准要求

1) 最低普通股要求

最低普通股要求，即弥补资产损失的最终资本要求，将由现在的2%严格调整到4.5%。这一调整将分阶段实施到2015年1月1日结束。同一时期，一级资本(包括普通股和其他建立在更严格标准之上的合格金融工具)也要求由4%调到6%。

2) 建立资本存留缓冲

协议规定，在最低监管要求之上的资本存留缓冲将达到2.5%，以满足扣除资本扣减项后的普通股要求。资本留存缓冲的目的是确保银行维持缓冲资金以弥补在金融和经济压力时期的损失。当银行在经济金融处于压力时期，资本充足率越接近监管最低要求，越要限制收益分配。

3) 建立逆周期资本缓冲

根据经济环境，建立比率范围在 0～2.5%的普通股或者是全部用来弥补损失的资本，也就是逆周期资本缓冲。逆周期资本缓冲的建立是为了达到保护银行部门承受过度信贷增长的更广的宏观审慎目标。对任何一个国家来说，这种缓冲机制仅在信贷过度增长导致系统性风险积累的情况下才产生作用。反周期的缓冲一旦生效，将被作为资本存留缓冲的扩展加以推行。

4) 考虑以杠杆率指标作为最低资本要求的补充

杠杆率指标与资本充足率的主要差别是，杠杆率是风险加权的指标，资本充足率可以通过人为操纵来达到监管要求，而杠杆率对风险不敏感，较难操纵。

5) 建立流动性风险监管标准

流动性风险监管标准包括衡量短期流动性比例指标的流动性覆盖率(LCR)和衡量中长期结构化比例指标的净稳定融资比率(NSFR)。LSR 是指优质流动性资产储备与未来 30 日的资金净流出量之比，该比率的标准是不低于100%，2015年1月开始实施。NSFR是指可用的稳定资金与业务所需的稳定资金之比，该比率应大于100%，2018年1月前开始实施。

2. 过渡时期安排

1) 2013年达到的最低资本要求

要求各成员国自2013年1月1日之前将关于资本新的要求以法律法规的形式予以确立。自2013年1月1日起，银行应符合以下新的相对于风险加权资产(RWAs)的最低资本要求：普通股/风险加权资产，3.5%；一级资本/风险加权资产，4.5%；总资本/风险加权资产，8.0%。

2) 普通股和一级资本过渡期要求

最低普通股和一级资本要求将在2013年1月～2015年1月逐步实施。到2013年1月1日，最低普通股要求将由2%提高到3.5%，一级资本将由4%提高到4.5%。到2014年1月1日，银行将必须达到普通股4%和一级资本5.5%的最低要求。到2015年1月1日，必须达到普通股4.5%和一级资本6%的最低要求。总资本一直要求保持8%的水平，因此不需要分阶段实施。

3) 扣减项比例过渡期安排

监管的调整(即扣减项和审慎过滤器)包括金融机构超过资本总额 15%的投资、抵押服

务权、所得税时间上有差异的递延资产，从 2018 年 1 月 1 日起，将完全从普通股中扣除。

4) 资本留存缓冲过渡期安排

资本留存缓冲过渡期安排将在 2016 年 1 月～2018 年 1 月分阶段实施，并从 2019 年正式生效。在 2016 年，计提风险加权资产的 0.625%，随后每年增加 0.625 个百分点，直到达到 2019 年的风险加权资产的 2.5%。

5) 资本中需要取消的项目过渡期安排

现有的政府部门的资本注入将到 2018 年 1 月 1 日后被取消。从 2013 年 1 月 1 日起，不再作为核心资本或者附属资本的非普通权益的资本工具将通过 10 年逐步取消。

6) 监督检测期安排

监督性检测期间开始于 2011 年 1 月 1 日，并行运行期从 2013 年 1 月 1 日一直持续到 2017 年 1 月 1 日。披露资本充足率和资本构成将于 2015 年 1 月 1 日开始。

7) 对于 LCR 和 NSFR 的时间安排

在 2011 年观察一段时间后，LCR 将于 2015 年 1 月 1 日被引入。修订后的 NSFR 将变动到 2018 年 1 月 1 日执行的最低标准。

11.4 《全球金融服务贸易协议》

服务贸易是现代国际经济领域中的重要组成部分，是世界贸易组织体系中的重要调整对象。服务贸易包括跨境提供、国外消费、商业到位、人员流动 4 个方面的服务形式。服务贸易形式多种多样，诸如交通运输、金融服务、电信服务、建筑工程、旅游业、商业销售、专业服务、视听服务、教育服务等都属服务贸易范畴，而金融服务贸易是国际服务贸易当中的极为重要的组成部分，也是 WTO 成员在服务贸易领域谈判中取得的最大成就。国际金融服务贸易通常被定义为“缔约方金融服务供应商向一个金融实体提供的任何服务”，包括所有与保险有关的服务，以及所有银行业务和其他金融服务。

11.4.1 《服务贸易总协定》达成的背景

国际服务贸易在二战以后迅猛发展，在国际贸易中的比重不断提高，地位逐渐上升，但与此同时，各国服务贸易的摩擦也日益激烈。20 世纪 80 年代以来，推进服务贸易自由化成为少数发达国家的强烈要求。1982 年，美国、欧共体与其他少数几个发达国家极力主张将服务贸易列为《关税与贸易总协定》(The General Agreement on Tariffs and Trade，GATT) 乌拉圭回合谈判的议题，但遭到发展中国家的强烈反对，多数发达国家也态度暧昧。1986 年，在美国的强烈要求和努力下，《关税与贸易总协定》正式将服务贸易谈判列入日程。经过多年的艰苦谈判，于 1993 年达成《服务贸易总协定》(general agreement on trade in service，GATS)。

《服务贸易总协定》共包括六大部分、29 条和 8 个附件，其中《金融服务附件》是最重要的内容之一。协议中规定了缔约国所承诺的一般义务和原则，其中包括最惠国待遇、国民待遇、政策法规与条约的透明度、发展中国家的更多参与、紧急保障措施、市场准入等条款。

1995 年 1 月 1 日，管理多边贸易体制的常设性机构——WTO 正式启动，WTO 正式取

代1948年以来作为临时性机构的关税与贸易总协定，从此多边贸易体制进入了一个崭新的时代。2001年11月10日，WTO第四次部长级会议在多哈做出决定，接纳中国加入WTO，中国于2001年12月11日正式成为WTO的成员，掀开了进一步对外开放的篇章。

2.《全球金融服务贸易协议》的达成

全球金融服务贸易是服务贸易的一部分，是“乌拉圭回合”中服务贸易谈判的重要内容之一，但在谈判过程中未能达成共识，只是作为单独项目在《服务贸易总协定》签署之后继续谈判，并规定1995年6月30日为最后期限。

多少年来，美国总是指望能够利用金融服务贸易抵补贸易逆差，因而大声疾呼世界金融服务贸易的自由化。然而，多数发展中国家却对此颇为抵触。除了担心稚嫩的民族金融业经受不住来自金融发达国家的强大冲击外，还担忧经过20世纪70年代末80年代初的世界性私营化浪潮之后，开放金融服务业将使政府失去在经济生活中“最后堡垒”。而欧洲和日本金融业虽具有较好基础，但却远非像美国那样强大，自然态度暧昧，飘忽不定。由于利益冲突，全球服务贸易谈判过程变得异常艰难跌宕，对抗和僵局不断。WTO成立之后，各国便立即着手筹备谈判的有关事宜。1997年年初，全球金融服务贸易谈判重新在日内瓦拉开，参加谈判的共有WTO的70个成员。此前的所谓第一轮谈判因为美国对东盟等发展中国家在金融市场准入方面的承诺不满，宣布退出谈判，使得此间达成的过渡性协议具有很大的局限性。这轮谈判则不同，参加者代表了全球95%的金融服务贸易市场。在谈判中，一开始就主要以美国一方，其他成员为一方，在金融市场开放程度上讨价还价。美国凭借其经济实力做出了对本国的金融市场积极开放的姿态，并以此为由要求其他成员响应。在这种情况下，包括欧盟国家、日本等发达国家在内的许多国家都先后修改了早先做出的承诺。在谈判正式开始后，亚洲爆发了金融危机，并涉及到经济发达的日本，甚至对全世界的股市也产生了很大的冲击波，因此，与会的一些发展中国家成员对自己的金融市场采取了某种保护性措施。比较典型的是马来西亚，马来西亚在其最后一份出价中提出今后进入本国金融市场的外国银行或保险公司所拥有的股份最多不超过31%，美国对此表现出的态度十分强硬，双方争执不下。WTO出面干预，提出美国与马来西亚之间的问题排除在多边谈判之外，作为双边问题处理，到1997年12月13日凌晨，美国表示同意。这样，全球金融服务贸易谈判经过两轮三年的讨价还价，最终就开放金融市场达成协议，各方同意对外开放银行、证券、保险和金融信息市场。

1999年3月1日，起草一年有余的《全球金融服务贸易协议》正式生效，至此，国家间开放银行、保险、证券和金融信息市场在一定范围内获得了正式认可。全球金融服务贸易协议的达成是全球金融开放的一个新的阶段性成果，标志着全球金融一体化向前迈进了可喜的一步，对全球金融服务业的开放和发展，必将起到极大的推动作用。该协议所采取的具体形式是WTO的70个成员做出56项有关本国金融市场开放的承诺(欧共体15国的承诺作为一项)。其中既有第一次在金融服务领域做出承诺的，也有进一步取消原来存在的对外国银行、保险、证券等类机构在本国境内提供金融服务方面所设置的限制，其中主要表现为“最惠国待遇的例外”。

11.4.2 《全球金融服务贸易协定》的主要内容

《全球金融服务贸易协议》主要包括一个核心文件，以及成员国提交的承诺表和豁免清单，这些承诺主要包括以下内容。

1. 关于国民待遇和市场准入

发达国家因其金融业的高度发达而普遍愿意开放金融市场，只对市场准入和国民待遇规定了极少的限制。发展中国家虽然也保证给予外国金融机构以国民待遇，但对市场准入规定了很多条件和限制。

2. 关于提供服务的方式

发达国家允许其他国家以一切可能的方式在本国设立金融机构和向本国消费者提供金融服务，同时也保障本国公民在境外消费金融服务。发展中国家以保护本国消费为由，在许多部门禁止或严格限制外国金融机构跨境提供金融服务，而只允许其以在国内设立分支机构的方式提供服务，以便于监管和控制。

3. 关于开放的具体金融部门

绝大多数国家愿意开放再保险服务和银行业中的存款和贷款业务，而对于保险业中的人寿保险、银行业中的清算和票据交换、证券业中的衍生金融产品交易等，许多发展中国家不做具体承诺或加以严格限制。

在《全球金融服务贸易协定》的最后承诺中，发达国家主要将内部或双边及区域待遇多边化。例如，欧盟承诺不限制外国金融机构准入其市场，并在完全的最惠国待遇基础上提供国民待遇；日本将1994年日美达成的双边金融服务协议中规定的给予美国的待遇多边化；加拿大则承诺把北美自由贸易协定中有关好处给WTO的所有成员。发展中国家，特别是韩国、印度、泰国、菲律宾、巴西、南非等也承诺不同程度地开放金融市场，如允许外资在本国金融机构参股、允许外资在本国设立保险公司等。

11.4.3 《全球金融服务贸易协议》对世界经济及对发展中国家的影响

《全球金融服务贸易协议》对世界经济会产生很大影响，尤其是对发展中国家而言，既有机遇，也有挑战。

(1) 《全球金融服务贸易协议》的达成将对世界经济产生深远影响。

① 世界各国将以前所未有的速度推进金融市场的对外开放。WTO的102个成员，在该协定中做出了在金融服务领域开放市场的承诺。在协议中，普遍承诺开放金融市场。协议涉及全球95%的金融服务贸易领域，具体包括18万亿美元左右的证券资产、38万亿美元的银行贷款和2.5万亿美元的保险费。据统计，共有58个国家和地区在保险市场上允许外资可以较以前有更大的市场准入范围，其中包括过去有严格限制的泰国、菲律宾及南美诸国。同时59个国家和地区允许在银行业上外资可以在当地拥有全资附属公司及分行。44个国家和地区允许外国证券商在当地设立全资附属公司及分支机构。由此可见，全球金融市场的开放程度将进一步提高。虽然1997年亚洲金融危机以来，亚洲金融市场出现了大幅度动荡，但WTO仍在努力推进金融自由化，并且亚洲国家在国内面临很大困难的情况下仍然保持开放的态度，更是标志着全球金融市场开放的趋势不可阻挡。

② 该协议将对世界经济产生重要影响，将促进世界经济的进一步发展。金融服务贸易的开放是国际贸易进一步发展的必然要求，同时又为国际贸易的发展提供了便利条件，从而促进了国际贸易的发展。金融业在经济中具有重要的地位和作用，因此各国的各行各业

都将从金融市场的开放中获益。金融服务领域的进一步开放将为国际贸易、国际结算、国际投资、资本流动等，提供广泛、便捷的优质服务，从而对世界经济产生重大的推动作用。

③ 至少从短期看，该协议将进一步巩固和加强西方金融国家尤其是美国在金融服务贸易领域的领先地位。在谈判中，美国凭借其在金融服务贸易领域的实力和地位，做出积极开放金融市场的姿态，并迫使其他国家，尤其是亚洲的发展中国家，提高金融服务市场的开放程度。通过协议，各国金融服务贸易开放程度都有不同程度的提高，从而使美国、欧盟、日本等国家和地区进入发展中国家金融市场的机会大大增多，为其强大的金融机构打开外国金融市场开辟了广泛的途径，为其赢得更大利润提供了广阔的市场空间，从而有利于巩固和加强金融发达国家在金融服务贸易领域的领先地位。

④ 该协议提供的连续不断的多边谈判的机制，使金融自由化迈向更高层次，有助于推广更广泛深入的国际经济合作。

(2) 《全球金融服务贸易协议》对发展中国家来说，既有机遇也有挑战。

① 积极的影响：

a. 从长远来看，发展中国家将是从中受益的最大赢家，因为从历史经验来看，落后国家追赶先进国家的一条捷径就是开放本国的金融市场。不论是1997年的亚洲金融危机还是2008年的全球金融危机，都不能得出发展中国家愈向国际开放，愈易受外国因素影响，从而愈不稳定的结论。事实上，亚洲国家和地区中经济体制最佳、金融状况最稳健的两个地方——香港和新加坡，银行业资产总值的外资拥有率分别接近和超过80%。

b. 《全球金融服务贸易协议》的达成，有利于世界金融体系的稳定，提高各国投资者的信心。特别对金融危机之后，恢复投资者对该地区的预期，促进投资的回升，有着尤为重要的意义。

c. 该协议对发展中国家规定的照顾措施，使之可以比较从容地进入有关谈判；此外，发展中国家更多参与的规定若能得到实施，将提高其国内金融业的竞争能力和效率。

d. 发展中国家可通过开放金融市场，引进更多的国外资金、先进的经营管理方法及新金融产品等等。

e. 该协议为发展中国家在经济力量增长的同时开拓国际金融市场提供了条件。

2) 消极的影响：

a. 一国的金融市场开放程度越高，外国资本出入该国越容易，频繁的资本流动将使得本国的汇率、利率等货币政策的实施效果大大削弱。一国汇率和利率的变化将被相应的资本流动效应所抵消，从而加大了金融调控的难度，对该国货币当局调控金融市场的能力要求大大提高。

b. 目前，发展中国家的金融体系仍比较脆弱，金融监控手段不足，能力不强，而开放金融市场会面临国际游资的冲击，在加强游资的管理和监控方面，将遇到更大的风险。亚洲金融危机的导火索就在于国际游资大量进入该地区证券和外汇市场，却未能得到有效的监控。

c. 开放金融服务贸易领域，将给发展中国家金融业的发展带来强劲的竞争。发达国家的金融机构可能会轻松进入发展中国家，获得国民待遇；而发展中国家的金融机构，可能会因种种原因而不能进入发达国家。

d. 该协议的达成对发展中国家人才市场的冲击也不容忽视，因为有可能引进金融业人

才由发展中国家流向发达国家。

因此，《全球金融服务贸易协议》只是规定各国在将来某一时刻应达到的开放程度，至于以何种方式及以什么样的速度达到这一程度，则取决于各国不同的减让(承诺)安排，而以往经验表明这些减让承诺并非总是按期兑现。而且尤为重要的是，各国经济管理和法律体系上的差异也会使名义上公平的市场准入大打折扣。譬如，发达国家的金融机构可能会轻松地达到在发展中国家开设金融机构的标准，进而获得国民待遇；可是，发展中国家的金融机构却难以达到发达国家所设立的标准，从而被“合理”地拒之门外。再考虑到双方实力上的不对等，所以《全球金融服务贸易协议》对于发展中国家而言，存在着一定的局限性。

3. 中国与《全球金融服务贸易协议》

中国成为 WTO 的正式成员前，该协议对我国金融业的直接影响不大。但随着中国改革开放的推进和经济的稳步发展，在中国成为 WTO 的正式成员后，我们在享受权利的同时，也要充分履行义务，因而按《全球金融服务贸易协议》的要求，尽快开放金融市场，是我国加快融入国际经济社会的必然要求。

其实，作为发展中国家，中国在开放金融服务贸易市场上一直采取相当积极的态度。一些发达国家在 20 世纪七八十年代才基本完成金融市场开放。而自改革开放以来，中国在本国金融机构缺乏相应竞争力、金融监管体系尚待完善的条件下，以快于多数国家的速度开放金融服务市场，以实际行动说明了中国改革开放的决心。从 1991 年参加“乌拉圭回合”服务贸易谈判起，我国屡屡做出减让承诺，减让程度和速度，远远超过多数“乌拉圭回合”中的 WTO 成员。在实际政策操作中，中国金融服务市场开放的程度也逐年提高，为外资金融服务机构提供相当有利的经营环境。

2001 年 12 月 11 日，在中国加入 WTO 的同时，我国政府取消了外资金融机构外汇业务服务对象的限制，允许设在上海、深圳、天津、大连 4 城市的外资金融机构正式经营人民币业务，由此拉开了中国银行业加入 WTO 的序幕。2002 年 3 月 19 日，美国花旗银行成为第一家获准在中国内地从事居民外汇业务的外资银行；3 月 27 日汇丰银行取得了在京、沪同时全面经营外汇业务的资格，2002 年年底汇丰银行以 8%的比例入股上海银行，成为这家股份制银行的 3 位“洋股东”之一，此后外资银行加快落户中国的步伐。

外资银行进入中国的方式主要有：在中国开办银行分支机构；与中国国内银行机构合资建立新银行；购买并持有中国国内银行机构的股份；成立外资独资银行；与中国银行机构开展业务合作等。外资银行在业务方面主要有外汇业务、人民币业务、银行卡业务、网上银行业务及 QFII 托管业务等。

截至 2005 年年底，中国银行业有外资银行营业性机构 254 家，资产总额 876.57 亿美元，占全部银行业资产总额的 1.89%。其中，154 家外资银行机构获准在 25 个城市经营人民币业务，25 家外资金融机构参股了 20 家中资银行类金融机构。证券业有外资参股的证券公司 7 家，外资参股和合资(中方控股)的基金管理公司 20 家，合格境外机构投资者 32 家。此外，保险业涉及外资的保险营业性机构共 40 家，其中中外合资 23 家，外商独资 17 家。

根据 WTO 的协议，2006 年以后我国将取消所有对外资银行的所有权、经营权的设立形式，包括所有制的限制，允许外资银行向中国客户提供人民币业务服务，给予外资行国民待遇。

2006年12月11日起我国正式施行《外资银行管理条例实施细则》。细则全面体现了履行加入WTO承诺、取消非审慎性规定、对外资银行实行国民待遇的原则；明确了外资银行设立机构、开展业务包括从事人民币业务的条件、申请程序和审批时限；明确了外资银行初次经营人民币业务仍须满足“开业三年、连续两年盈利”的条件。

细则对实施改制的外资银行给予相应激励。例如，允许外国银行分行改制为由其总行单独出资的独资银行可经营全面人民币业务；同时可保留1家从事外汇批发业务的分行，主要经营以其母行信用发放的大额外汇贷款及资金交易业务。为保持外资银行业务稳定持续经营，给予外商独资银行、中外合资银行在执行某些监管指标方面相应的宽限期。

细则规定外商独资银行、中外合资银行的注册资本最低限额为10亿元人民币或者等值的自由兑换货币。外资银行经营人民币业务提出申请前2年须连续盈利，并在中国境内开业3年以上。

在履行加入WTO承诺基础上，细则除对外资法人银行实行国民待遇外，同时也为外国银行分行提供了更加有利于发展的制度安排，外国银行分行目前的经营成本、业务范围均不受任何影响，而且简化了其业务许可层级。在现有业务范围基础上，允许外国银行分行吸收中国境内公民每笔不少于100万元人民币的定期存款。这项业务扩大不需审批，也不再要求增加营运资金。外国银行分行随时可根据自身发展战略，改制为当地注册的法人银行。

细则规定，独资银行、合资银行实施本外币并表监管。对在中国境内设立2家及2家以上外国银行分行的，要求其指定1家分行作为管理行，负责中国境内业务管理及信息报送工作，中国银监会对其实施合并监管。同时取消了外国银行驻中国总代表处的机构形式，明确总代表处的职能转入改制后的独资银行或外国银行指定的管理分行。

随着《外资银行管理条例实施细则》的实施，中国银行业对外开放进一步扩大，在华外资银行营业性机构资本充足、资产质量良好，流动性和盈利状况较好。截至2010年年末，有45个国家和地区的185家银行在华设立了216家代表处；有14个国家和地区的银行在华设立了37家外商独资银行(下设分行223家)、2家合资银行(下设分行6家，附属机构1家)。外商独资财务公司有1家，另有25个国家和地区的74家外国银行在华设立了90家分行。有32家中资商业银行引进41家境外投资者，引进外资余额为384.2亿美元；16家新型农村金融机构引进5家境外投资者，引进外资余额为0.8亿美元。

截至2010年年底，获准经营人民币业务的外国银行分行44家、外资法人银行35家，获准从事金融衍生产品交易业务的外资银行机构56家。在华外资银行资产总额1.74万亿元，占全国金融机构资产总额的1.85%；各项贷款余额9 103亿元，占全部金融机构各项贷款余额的1.79%；各项存款余额9 850亿元。在华外资法人银行平均资本充足率为18.98%，核心资本充足率为18.56%。

外资证券类金融机构继续积极参与证券期货市场。截至2010年年底，先后有中金公司等13家合资证券公司获准设立，其中长江巴黎百富勤证券公司(长江证券和法国巴黎银行合资)已终止合资变更为内资证券公司，目前合资证券公司共12家。此外，根据《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》规定，外资还可以依法通过QFII购买上市证券公司股权。

截至2010年年底，先后有37家合资基金管理公司获准设立，其中17家合资基金公司

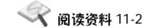
的外资股权已达 49%。2010 年，中外合资基金管理公司增加了 3 家，其中 2 家为新设成立，1 家为由内资公司转为合资公司。上海、深圳证券交易所各有 3 家特别会员，并各有 38 家和 22 家境外证券经营机构直接从事 B 股交易。此外，还有 8 家境外证券交易所驻华代表处、156 家境外证券类经营机构驻华代表处获准成立。

根据《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》及相关补充协议的安排，截至 2010 年年底，中国证监会先后批准了苏皇金融期货亚洲有限公司、新际经纪香港有限公司、摩根大通经纪(香港)有限公司分别参股银河期货经纪有限公司(现更名为银河期货有限公司)、中信期货经济有限责任公司(现更名为中信新际期货有限公司)及中山期货经纪有限公司(现更名为摩根大通期货有限公司)，出资比例分别为 16.68%、42%及 49%。

外资保险类金融机构的新设、参股及其经营情况：截至 2010 年年底，全国共有保险公司 146 家，已开展营业的有 131 家。其中，外资保险公司 54 家，包括外资财产险公司 19 家，寿险公司 28 家，再保险公司 7 家。此外，有 23 个国家和地区的保险机构在 15 个城市设立了 169 家代表机构。外资保险公司总资产为 2 621 亿元，占全部保险公司总资产的 5.19%。

外资金融业的大举进入我国，使中资金融业的服务和品牌都将要受到严峻的考验。对于金融业的开放，当前最紧迫的问题是切实有效地解决好在金融业对外开放过程中的开放、规范和制约及提高我国银行的国际竞争力等问题，尤其是在周边国家和地区，乃至全球发生严重金融危机情况下，这方面的工作更显得重要。

伴随着金融全球化的进一步发展和《全球金融服务贸易协议》的达成，国际金融合作与协调必将继续深入。并且，发展中国家和工业化国家共同讨论与制定解决金融危机和促进世界经济发展的措施，将会成为国际金融合作与协调的新趋势。但是，国际金融合作与协调的活动必须在《巴塞尔协议》的监管下进行。



中资积极参与国际金融市场

1. QDII 投资规模继续扩大

2010 年，国家外汇管理局共新批 21 家 QDII 机构投资额度合计 83.17 亿美元。其中，调整 6 家 QDII 机构投资额度，由 124.92 亿美元调整为 52 亿美元；追加 7 家 QDII 机构投资额度 36.06 亿美元；转移 1 家 QDII 机构投资额度 2 亿美元。截至 2010 年年末，累计批准 90 家 QDII 机构投资额度共计 696.61 亿美元。

截至 2010 年年底，中国证监会共批准 31 家基金管理公司和 9 家证券公司获得 QDII 业务资格，37 只 QDII 基金和 4 只 QDII 资产管理计划获批，28 只 QDII 基金和 2 只 QDII 资产管理计划成立，资产净值约计 734 亿元人民币。

截至 2010 年年底，中国保险业境外投资总额 83.9 亿美元。其中，货币市场投资 14.4 亿美元(含活期存款 7.45 亿美元、货币市场基金 6.9 亿美元)、固定收益类投资 1.7 亿美元(含债券 1.4 亿美元)、股票等权益类投资 67 亿美元。

2.中资金融机构境外经营和投资的情况

1)中资商业银行的境外经营和投资

截至 2010 年年末，共有 5 家中资银行对 6 家境外机构进行了投资，投资入股境外机构余额为 98.1 亿美元。

截至 2010 年年末，共有 7 家中资商业银行设立了 54 家境外分行，拨付营运资金余额为 39.8 亿美元，

全年增加额为5.1亿美元；有3家中资商业银行设立了18家境外子行，拨付资本金余额为16.4亿美元，全年增加额为4.1亿美元。截至2010年年末，有8家中资银行业金融机构设立了23家境外附属公司，拨付营运资金余额为245.8亿美元，全年增加额为38.7亿美元。

2)中资证券期货机构的境外经营和投资

截至2010年年底，共有中金公司等18家证券公司经批准在香港设立证券子公司(以下简称香港子公司)。2010年，中国证监会批准4家证券公司设立香港子公司，分别为中国建银投资证券、长江证券、光大证券(601 788)、银河证券。

截至2010年年底，中国证监会先后批准易方达等12家境内基金管理公司在香港设立全资或合资子公司，其中5家为2010年获批，具体为海富通资产管理(香港)有限公司、华安资产管理(香港)有限公司、广发国际资产管理有限公司、上投摩根资产管理(香港)有限公司和国投瑞银资产管理(香港)有限公司。此外，2010年嘉实、易方达基金管理公司分别对其香港子公司增资2亿、3.8亿港元。

自2006年以来，在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》补充协议II框架下，中国证监会先后批准浙江永安等6家期货公司在香港设立子公司。2010年，6家香港子公司业务量和盈利能力快速提高，而且运作较为稳健，均达到了香港证监会的监管要求。香港子公司业务开展的情况，为境内期货公司走向海外提供了宝贵经验。

3)中资保险机构境外经营和投资

截至2010年年底，中资保险机构在境外设立经营机构33家，设立代表处8家。

3.中资企业参与境外期货市场的情况

根据1999年《期货交易管理暂行条例》和2001年《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，经国务院同意，中国证监会先后分4批共批准31家国有企业从事境外期货业务。其中，能源类企业7家，有色金属类企业20家，农产品类企业4家。由于自身生产经营及并购重组等原因，目前实际持有境外期货套期保值业务许可证的企业共28家。2010年，共21家持证企业向中国证监会申请了外汇风险敞口额度并获批复，其中实际从事境外期货套期保值业务的持证企业共20家。

4. 中资金融机构和企业继续参与国际借贷市场

5. 社保基金继续增加对外投资

2010年，全国社会保障基金理事会继续增加对外投资，进一步优化境外投资组合，取得了较好收益。截至2010年年末，境外委托股票组合规模为40.03亿美元，境外债券组合规模为4.19亿美元。

6. 境内企业境外筹资的情况

截至2010年年底，共有166家境内公司到境外上市，筹资总额1 631.6亿美元。其中，在香港主板上市128家(其中香港/纽约同时上市10家，香港/伦敦同时上市4家，香港/纽约/伦敦同时上市1家)，在香港创业板上市35家，在新加坡单独上市3家。166家H股公司中有67家已发行A股。

本章小结

金融全球化是世界各国(地区)的金融市场、金融机构和金融政策等方面，在相互交往和协调、相互渗透和扩张、相互竞争和制约已发展到相当水平，进而使全球金融形成一个联系密切、不可分割的整体。

金融全球化是与金融自由化、金融国际化和金融一体化密切联系的，但也有所区别。金融自由化、金融国际化和金融一体化从不同侧面推动了金融全球化。

国际金融协调是指世界各国政府和有关国际金融机构为促进国际金融体系和金融市场的稳定和发展，在国际磋商和国际协议的基础上，在国内政策方面相互进行配合，或对国际金融活动进行的联

合行动。从狭义上讲，国际金融协调是指各国在制定国内金融政策的过程中，通过各国的磋商等方式对某些金融政策进行共同的设置。而从广义上讲，凡是在国际范围内能够对各国国内金融政策产生一定程度制约的行为均可视为国际金融协调。

国际金融协调的内容主要包括国际收支失衡的国际协调及汇率的国际协调、国际金融体系本身的国际协调。

国际金融协调的形式，从地域范围和参加国的构成情况来看，有全球性国际金融协调、区域性国际金融协调、国家间的双边与多边国际金融协调 3 种形式。

1975 年 9 月 26 日，巴塞尔委员会正式成立后不久，它就形成了第一个对银行的国际监管条例，即《对银行的外国机构的监督》。1975 年 12 月，十国集团和瑞士的中央银行批准了这个文件，将其称为第一个《巴塞尔协议》，又称为《神圣条约》。

1983 年 5 月，十国集团和瑞士又通过了第二个《巴塞尔协议》，即修改后的《巴塞尔协议》——《对银行国外机构监督的原则》，又被称为《新神圣条约》。

1988 年 7 月，十国集团各成员国中央银行行长们聚会于瑞士巴塞尔国际清算银行，原则上通过了巴塞尔委员会制定的《关于统一国际资本衡量和资本标准的协议》，第三个《巴塞尔协议》《巴塞尔协议 I》应运而生。现在我们经常提及的《巴塞尔协议》就是这个协议。

《巴塞尔协议》的内容主要有 4 部分，即资本的组成、风险权重的计算标准、资本充足率规定、过渡与实施安排。

《银行业有效监管核心原则》是继《巴塞尔协议》(1988 年版)之后，在国际银行监管领域又一份具有划时代意义的文件。《巴塞尔核心原则》共包括 25 条基本原则，分别论述了银行业有效监管的前提条件；获准经营的范围和结构；审慎管理和要求；银行业持续监管的方法；信息要求；监管分院的正当权限；关于跨国银行业务等内容。

2006 年 10 月，《巴塞尔新资本协议》《巴塞尔协议 II》正式实施，其基本内容主要由最低资本金要求、外部监管和市场约束三大支柱组成。

2010 年 11 月，二十国集团领导人首尔峰会正式通过了以《巴塞尔新资本协议》为基础的一套全面的改革措施，即《巴塞尔协议 III》。

1999 年 3 月 1 日，《全球金融服务贸易协议》正式生效，至此，国家间开放银行、保险、证券和金融信息市场在一定范围内获得了正式认可。全球金融服务贸易协议的达成是全球金融开放的一个新的阶段性成果，标志着全球金融一体化向前迈进了可喜的一步，对全球金融服务业的开放和发展，必将起到极大的推动作用。

练　习　题

一、选择题

1．我们经常提到的《巴塞尔协议》是指(　　)。

A．《对银行的外国机构的监管》

B．《对银行国外机构监督的原则》

C．《关于统一国际资本衡量和资本标准的协议》

D．《巴塞尔核心原则》

2．《巴塞尔新资本协议》实施的时间为(　　)。

A．2006 年 10 月　　B．1999 年 6 月　　C．2000 年 5 月　　D．2005 年 3 月

3．以下有关《巴塞尔新资本协议》内容的描述中，错误的是(　　)。

A．最低资本充足率要求是新资本协议的重点

B．资本的定义和最低资本充足率的要求与 1988 年协议相比有所变化

C．明确了应包括市场风险和操作风险

D．银行应提高透明度，建立信息披露制度

4．国际金融协调的内容主要包括(　　)。

A．国际收支失衡的国际协调　　B．汇率的国际协调

C．国际货币体系本身的国际协调　　D．金融市场开放的协调

5．第一个规范国际金融服务贸易的多边协议是(　　)。

A．《服务贸易总协定》　　B．《全球金融服务贸易协议》

C．《布雷顿森林协定》　　D．《牙买加协定》

二、填空题

1．(　　)12 月 11 日起我国正式施行《外资银行管理条例实施细则》。

2．第一个《巴塞尔协议》被称为(　　)；第二个《巴塞尔协议》被称为(　　)。

3．国际金融协调的内容主要包括(　　)的国际协调、(　　)的国际协调及(　　)的国际协调。

4．《巴塞尔新资本协议》的基本内容主要由(　　)、(　　)和(　　)三大支柱组成。

5．1995 年 1 月 1 日，管理多边贸易体制的常设性机构(　　)正式启动，世界贸易组织正式取代 1948 年以来作为临时性机构的(　　)，

三、判断题

1．金融全球化加大了金融业的风险。　　(　　)

2．通常我们所说的《巴塞尔协议》是指第一个《巴塞尔协议》。　　(　　)

3．我国是在 2001 年 12 月 11 日正式加入 WTO 的。　　(　　)

4．《巴塞尔新资本协议》要求的最低资本充足率为 8%。　　(　　)

5．《全球金融服务贸易协议》在 1999 年 3 月 1 日正式生效。　　(　　)

四、思考题

1．简述金融全球化的内涵、表现形式、成因及影响。

2．简述 20 世纪 90 年代以来金融全球化的主要特征。

3．简述国际金融协调的含义、内容及形式。

4．《巴塞尔协议》产生的背景和主要内容是什么？

5．《巴塞尔新资本协议》的主要内容主要内容是什么？

6．试述《全球金融服务贸易协议》对世界经济及对发展中国家的影响。

五、案例分析

中国银行业如何“走出去”

加入 WTO 后，我国的对外开放进入了一个新阶段——从单边、自主开放变为中国与 WTO 成员间的相互开放，从按政策导向的对外开放变成按 WTO 规则进行开放，开放的程度加深，开放的领域也从货物、服务领域进而延伸到生产要素领域。

在这样的背景下，对我国银行业来说，发展海外业务、提高本外币的一体化服务水平、增强国际竞争力就成为其求生存、谋发展所做出的必然选择。

20 世纪 80 年代，四大国有专业银行和交通银行这五大银行中，除了中国银行在国外设立海外分支机构以外，其它四大银行的国际化重点是在国内建立国际业务部从事外汇业务，和国外的银行建立代理关系。20 世纪 90 年代以来，随着我国银行业转轨和金融业对外开放的逐步深入，我国参与国际竞争的意识开始加强，银行业的国际化进程大大加快。这段时期的业务重点是在境外设立分支机构，有的银行还通过兼并等形式参与了国际资本运营活动，如工行收购了友联银行，建设银行参股建新银行等。

但同美英等发达国家相比，我国的银行国际化总体上仍处于起步阶段，面临着一系列的障碍。

(1) 体制制约。现行的金融体制，特别是银行体制，已不能完全适应发生了深刻变化的经济体制需要。目前我国国有银行业尚未完全进入企业化经营状态，主要是不少金融组织缺乏独立的产权，社会信贷活动背离价值规律。

(2) 技术设施落后。我国金融业近年来基本普及了电脑技术，但整体上，技术设备比较落后，与外国大型国际金融机构差距很大。

(3) 人才短缺。我国金融业的外向型人才，相对于拓展海外复杂的国际金融市场要求还是远远不够的，表现为人才的绝对数量不足，特别是缺乏真正懂得国际金融和现代投资知识的人才。

(4) 布局不佳。现有的海外金融机构、网点，相当一部分集中在少数地区，对我国金融机构收集国际金融市场信息、调拨外汇资金、进行资金的拆借等都产生不利的影响，使我国在国外的金融机构难以纵向发展，同时也难以使我国的银行等金融机构成为世界一流的跨国金融机构。

(5) 市场壁垒。目前，一些发达国家在金融业市场准入方面往往要求对等，而我国资本项目的开放可能会受亚洲金融危机的影响而更加谨慎。

(6) 制度接轨较难。我国银行中的一些制度、规则，如统计方法、会计方法、财务报表与国际管理还有差距。

我国的银行业能否在未来的全球金融业竞争中取胜，关键在于我们能否对国际化形成一个全面而正确的认识，能否制定一个与国际大环境的发展变化协调一致，同时又适合我国国情的银行国际化发展战略。结合以上对我国银行业国际化的分析，特提出以下策略建议。

第一，适时合理地拓展我国银行海外分支机构，积极向外“渗透”。鉴于我国的金融实力还不够雄厚，在海外设立网点应积极稳妥地进行，选择合适时机向外“渗透”，如在国际经济不景气时期有选择地收购其中一些国家和地区的金融企业股票，达到部分控制或控制的目的。但在“渗透”时，遇到实力强大的国际金融机构还是避免与其正面对抗为妥，可通过及时了解、掌握和分析一些大型金融机构的动向，采用局部推进战术。

第二，遵循国际惯例，提高自身素质，逐步与世界银行业接轨。一要加速银行业的电子化进程，提高银行业的服务效率；二要培育大批既懂得国内、国际金融业务，又懂得国际惯例及法律的国际金融人才，并建立一套行之有效的人才使用机制；三要在国内外业务活动中牢记国际惯例，把我国的国际金融业务融入全球经济金融体系当中。

第三，通过产权约束建立银行的激励机制和风险机制。规范的产权制度是西方现代商业银行管理体制发挥作用的前提，建立与现代银行制度相适应的现代内部治理结构是银行产权制度改革的重要内容。同时，合理的内部组织体系，合理的用人机制等都是银行竞争力的源泉。

第四，拓展银行业的业务领域，提高国际竞争力。对于规模较大、资源充足、管理水平较高或者拥有很强的职员培训能力的银行来说，可以采取综合性银行战略。在目前从事的国际结算和融资、外汇存贷款基础上拓展注入项目融资、证券经纪、国际并购咨询、衍生金融证券等新兴业务。对于规模较小、资源有限的银行，可以重点发展某一方面的国际业务。对于新兴的银行机构，如果资源尚不具备，可以立足国内某一方面的业务。

第五，提高银行全面监控意识和风险认识。应加强对经济全球化和金融一体化后的国际金融市场风险的研究，通过系统分析过去发生的全球银行危机的案例，提高银行监管当局的国际化风险鉴别能力；加强银行监管当局人员的国际培训，提高监管者的素质和水平。

只有积极参与全球银行服务市场的竞争，才能在竞争中不断提高自身的管理和经营素质，才能跟上国际银行业发展的步伐。因此，我国的银行必须要有危机感，积极制定国际化战略步骤，以适应金融业国际化的大环境。

(资料来源：汪侃. 中国银行业如何“走出去”[J]. 中国经济周刊，2007(21))

问题：

1. 试结合案例，讨论在金融全球化背景下，我国的银行业应该如何“走出去”。

2. 结合当前国际经济和金融的现状，分析我国金融业对外开放的机遇和挑战。

北京大学出版社本科财经管理类实用规划教材（已出版）

财务会计类

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
1	基础会计（第 2 版）	7-301-17478-4	李秀莲	38.00	23	基础会计学学习指导与习题集	7-301-16309-2	裴　玉	28.00
2	基础会计学	7-301-19403-4	窦亚芹	33.00	24	财务管理理论与实务	7-301-20042-1	成　兵	40.00
3	会计学	7-81117-533-2	马丽莹	44.00	25	税法与税务会计实用教程（第 2 版）	7-301-21422-0	张巧良	45.00
4	会计学原理（第 2 版）	7-301-18515-5	刘爱香	30.00	26	财务管理理论与实务（第 2 版）	7-301-20407-8	张思强	42.00
5	会计学原理习题与实验（第 2 版）	7-301-19449-2	王保忠	30.00	27	公司理财原理与实务	7-81117-800-5	廖东声	36.00
6	会计学原理与实务（第 2 版）	7-301-18653-4	周慧滨	33.00	28	审计学	7-81117-828-9	王翠琳	46.00
7	会计学原理与实务模拟实验教程	7-5038-5013-4	周慧滨	20.00	29	审计学	7-301-20906-6	赵晓波	38.00
8	会计实务	7-81117-677-3	王远利	40.00	30	审计理论与实务	7-81117-955-2	宋传联	36.00
9	高级财务会计	7-81117-545-5	程明娥	46.00	31	会计综合实训模拟教程	7-301-20730-7	章洁倩	33.00
10	高级财务会计	7-5655-0061-9	王奇杰	44.00	32	财务分析学	7-301-20275-3	张献英	30.00
11	成本会计学	7-301-19400-3	杨尚军	38.00	33	银行会计	7-301-21155-7	宗国恩	40.00
12	成本会计学	7-5655-0482-2	张红漫	30.00	34	税收筹划	7-301-21238-7	都新英	38.00
13	成本会计学	7-301-20473-3	刘建中	38.00	35	基础会计学	7-301-16308-5	晋晓琴	39.00
14	管理会计	7-81117-943-9	齐殿伟	27.00	36	公司财务管理	7-301-21423-7	胡振兴	48.00
15	管理会计	7-301-21057-4	形芳珍	36.00	37	财务管理学实用教程（第 2 版）	7-301-21060-4	骆永菊	42.00
16	会计规范专题	7-81117-887-6	谢万健	35.00	38	政府与非营利组织会计	7-301-21504-3	张　丹	40.00
17	企业财务会计模拟实习教程	7-5655-0404-4	董晓平	25.00	39	预算会计	7-301-22203-4	王筱萍	32.00
18	税法与税务会计	7-81117-497-7	吕孝侠	45.00	40	统计学实验教程	7-301-22450-2	裘雨明	24.00
19	初级财务管理	7-301-20019-3	胡淑姣	42.00	41	基础会计实验与习题	7-301-22387-1	左　旭	30.00
20	财务管理学原理与实务	7-81117-544-8	严复海	40.00	42	基础会计	7-301-23109-8	田凤彩	39.00
21	财务管理学	7-5038-4897-1	盛均全	34.00	43	财务会计学	7-301-23190-6	李柏生	39.00
22	财务管理学	7-301-21887-7	陈　玮	44.00					

工商管理、市场营销、人力资源管理、服务营销类

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
1	管理学基础	7-5038-4872-8	于干千	35.00	28	市场营销学	7-301-21056-7	马慧敏	42.00
2	管理学基础学习指南与习题集	7-5038-4891-9	王　珍	26.00	29	市场营销学：理论、案例与实训	7-301-21165-6	袁连升	42.00
3	管理学	7-81117-494-6	曾　旗	44.00	30	市场营销学	7-5655-0064-0	王槐林	33.00
4	管理学	7-301-21167-0	陈文汉	35.00	31	国际市场营销学	7-301-21888-4	董　飞	45.00
5	管理学	7-301-17452-4	王慧娟	42.00	32	市场营销学（第 2 版）	7-301-19855-1	陈　阳	45.00
6	管理学原理	7-5655-0078-7	尹少华	42.00	33	市场营销学	7-301-21166-3	杨　楠	40.00
7	管理学原理与实务（第 2 版）	7-301-18536-0	陈嘉莉	42.00	34	国际市场营销学	7-5038-5021-9	范应仁	38.00
8	管理学实用教程	7-5655-0063-3	邵喜武	37.00	35	现代市场营销学	7-81117-599-8	邓德胜	40.00
9	管理学实用教程	7-301-21059-8	高爱霞	42.00	36	市场营销学新论	7-5038-4879-7	郑玉香	40.00
10	管理学实用教程	7-301-22218-8	张润兴	43.00	37	市场营销理论与实务（第 2 版）	7-301-20628-7	那　薇	40.00
11	通用管理知识概论	7-5038-4997-8	王丽平	36.00	38	市场营销学实用教程	7-5655-0081-7	李晨耘	40.00
12	管理学原理	7-301-21178-6	雷金荣	39.00	39	市场营销学	7-81117-676-6	戴秀英	32.00
13	管理运筹学（第 2 版）	7-301-19351-8	关文忠	39.00	40	消费者行为学	7-81117-824-1	甘瑁琴	35.00
14	统计学原理	7-301-21061-1	韩　宇	38.00	41	商务谈判（第 2 版）	7-301-20048-3	郭秀君	49.00
15	统计学原理	7-5038-4888-9	刘晓利	28.00	42	商务谈判实用教程	7-81117-597-4	陈建明	24.00
16	统计学	7-5038-4898-8	曲　岩	42.00	43	消费者行为学	7-5655-0057-2	肖　立	37.00
17	应用统计学（第 2 版）	7-301-19295-5	王淑芬	48.00	44	客户关系管理实务	7-301-09956-8	周贺来	44.00
18	统计学原理与实务	7-5655-0505-8	徐静霞	40.00	45	公共关系学	7-5038-5022-6	于朝晖	40.00
19	管理定量分析方法	7-301-13552-5	赵光华	28.00	46	非营利组织	7-301-20726-0	王智慧	33.00
20	新编市场营销学	7-81117-972-9	刘丽霞	30.00	47	公共关系理论与实务	7-5038-4889-6	王　玫	32.00
21	公共关系理论与实务	7-5655-0155-5	李泓欣	45.00	48	公共关系学实用教程	7-81117-660-5	周　华	35.00
22	质量管理	7-5655-0069-5	陈国华	36.00	49	跨文化管理	7-301-20027-8	晏　雄	35.00
23	企业文化理论与实务	7-81117-663-6	王水嫩	30.00	50	企业战略管理	7-5655-0370-2	代海涛	36.00
24	企业战略管理	7-81117-801-2	陈英梅	34.00	51	员工招聘	7-301-20089-6	王　挺	30.00
25	企业战略管理实用教程	7-81117-853-1	刘松先	35.00	52	服务营销理论与实务	7-81117-826-5	杨丽华	39.00
26	产品与品牌管理	7-81117-492-2	胡　梅	35.00	53	服务企业经营管理学	7-5038-4890-2	于干千	36.00
27	东方哲学与企业文化	7-5655-0433-4	刘峰涛	34.00	54	服务营销	7-301-15834-0	周　明	40.00

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
55	运营管理	7-5038-4878-0	冯根尧	35.00	69	服务性企业战略管理	7-301-20043-8	黄其新	28.00
56	生产运作管理（第 2 版）	7-301-18934-4	李全喜	48.00	70	服务型政府管理概论	7-301-20099-5	于干千	32.00
57	运作管理	7-5655-0472-3	周建亨	25.00	71	新编现代企业管理	7-301-21121-2	姚丽娜	48.00
58	组织行为学	7-5038-5014-1	安世民	33.00	72	创业学	7-301-15915-6	刘沁玲	38.00
59	组织行为学实用教程	7-301-20466-5	冀　鸿	32.00	73	公共关系学实用教程	7-301-17472-2	任焕琴	42.00
60	现代组织理论	7-5655-0077-0	岳　澎	32.00	74	现场管理	7-301-21528-9	陈国华	38.00
61	人力资源管理（第 2 版）	7-301-19098-2	颜爱民	60.00	75	现代企业管理理论与应用（第 2 版）	7-301-21603-3	邸彦彪	38.00
62	人力资源管理经济分析	7-301-16084-8	颜爱民	38.00	76	服务营销	7-301-21889-1	熊　凯	45.00
63	人力资源管理原理与实务	7-81117-496-0	邹　华	32.00	77	企业经营 ERP 沙盘应用教程	7-301-20728-4	董红杰	32.00
64	人力资源管理实用教程（第 2 版）	7-301-20281-4	吴宝华	45.00	78	项目管理	7-301-21448-0	程　敏	39.00
65	人力资源管理：理论、实务与艺术	7-5655-0193-7	李长江	48.00	79	公司治理学	7-301-22568-4	蔡　锐	35.00
66	政府与非营利组织会计	7-301-21504-3	张　丹	40.00	80	管理学原理	7-301-22980-4	陈　阳	48.00
67	会展服务管理	7-301-16661-1	许传宏	36.00	81	管理学	7-301-23023-7	申文青	40.00
68	现代服务业管理原理、方法与案例	7-301-17817-1	马　勇	49.00	82	人力资源管理实验教程	7-301-23078-7	畅铁民	40.00

经济、国贸、金融类

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
1	宏观经济学原理与实务（第 2 版）	7-301-18787-6	崔东红	57.00	22	金融市场学	7-81117-595-0	黄解宇	24.00
2	宏观经济学（第 2 版）	7-301-19038-8	蹇令香	39.00	23	财政学	7-5038-4965-7	盖　锐	34.00
3	微观经济学原理与实务	7-81117-818-0	崔东红	48.00	24	保险学原理与实务	7-5038-4871-1	曹时军	37.00
4	微观经济学	7-81117-568-4	梁瑞华	35.00	25	东南亚南亚商务环境概论	7-81117-956-9	韩　越	38.00
5	西方经济学实用教程	7-5038-4886-5	陈孝胜	40.00	26	证券投资学	7-301-19967-1	陈汉平	45.00
6	西方经济学实用教程	7-5655-0302-3	杨仁发	49.00	27	证券投资学	7-301-21236-3	王　毅	45.00
7	西方经济学	7-81117-851-7	于丽敏	40.00	28	货币银行学	7-301-15062-7	杜小伟	38.00
8	现代经济学基础	7-81117-549-3	张士军	25.00	29	货币银行学	7-301-21345-2	李　冰	42.00
9	国际经济学	7-81117-594-3	吴红梅	39.00	30	国际结算（第 2 版）	7-301-17420-3	张晓芬	35.00
10	发展经济学	7-81117-674-2	赵邦宏	48.00	31	国际结算	7-301-21092-5	张　慧	42.00
11	管理经济学	7-81117-536-3	姜保雨	34.00	32	金融风险管理	7-301-20090-2	朱淑珍	38.00
12	计量经济学	7-5038-3915-3	刘艳春	28.00	33	金融工程学	7-301-18273-4	李淑锦	30.00
13	外贸函电（第 2 版）	7-301-18786-9	王　妍	30.00	34	国际贸易理论、政策与案例分析	7-301-20978-3	冯　跃	42.00
14	国际贸易理论与实务（第 2 版）	7-301-18798-2	缪东玲	54.00	35	金融工程学理论与实务（第 2 版）	7-301-21280-6	谭春枝	42.00
15	国际贸易（第 2 版）	7-301-19404-1	朱廷珺	45.00	36	金融学理论与实务	7-5655-0405-1	战玉峰	42.00
16	国际贸易实务（第 2 版）	7-301-20486-3	夏合群	45.00	37	国际金融实用教程	7-81117-593-6	周　影	32.00
17	国际贸易结算及其单证实务	7-5655-0268-2	卓乃坚	35.00	38	跨国公司经营与管理（第 2 版）	7-301-21333-9	冯雷鸣	35.00
18	政治经济学原理与实务（第 2 版）	7-301-22204-1	沈爱华	31.00	39	国际金融	7-5038-4893-3	韩博印	30.00
19	国际商务	7-5655-0093-0	安占然	30.00	40	国际商务函电	7-301-22388-8	金泽虎	35.00
20	国际贸易实务	7-301-20919-6	张　肃	28.00	41	国际金融	7-301-23351-6	宋树民	48.00
21	国际贸易规则与进出口业务操作实务（第 2 版）	7-301-19384-6	李　平	54.00					

法律类

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
1	经济法原理与实务(第2版)	7-301-21527-2	杨士富	39.00	5	劳动法和社会保障法(第 2 版)	7-301-21206-6	李　瑞	38.00
2	经济法实用教程	7-81117-547-9	陈亚平	44.00	6	金融法学理论与实务	7-81117-958-3	战玉锋	34.00
3	国际商法理论与实务	7-81117-852-4	杨士富	38.00	7	国际商法	7-301-20071-1	丁孟春	37.00
4	商法总论	7-5038-4887-2	任先行	40.00	8	商法学	7-301-21478-7	周龙杰	43.00

电子商务与信息管理类

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
1	网络营销	7-301-12349-2	谷宝华	30.00	8	电子商务概论（第 2 版）	7-301-17475-3	庞大莲	42.00
2	数据库技术及应用教程（SQL Server 版）	7-301-12351-5	郭建校	34.00	9	网络营销	7-301-16556-0	王宏伟	26.00
3	网络信息采集与编辑	7-301-16557-7	范生万	24.00	10	电子商务概论	7-301-16717-5	杨雪雁	32.00
4	电子商务案例分析	7-301-16596-6	曹彩杰	28.00	11	电子商务英语	7-301-05364-5	覃　正	30.00
5	管理信息系统	7-301-12348-5	张彩虹	36.00	12	网络支付与结算	7-301-16911-7	徐　勇	34.00
6	电子商务概论	7-301-13633-1	李洪心	30.00	13	网上支付与安全	7-301-17044-1	帅青红	32.00
7	管理信息系统实用教程	7-301-12323-2	李　松	35.00	14	企业信息化实务	7-301-16621-5	张志荣	42.00

序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价	序号	书　名	标 准 书 号	主　编	定价
15	电子商务法	7-301-14306-3	李　瑞	26.00	28	电子化国际贸易	7-301-17246-9	李辉作	28.00
16	数据仓库与数据挖掘	7-301-14313-1	廖开际	28.00	29	商务智能与数据挖掘	7-301-17671-9	张公让	38.00
17	电子商务模拟与实验	7-301-12350-8	喻光继	22.00	30	管理信息系统教程	7-301-19472-0	赵天唯	42.00
18	ERP 原理与应用教程	7-301-14455-8	温雅丽	34.00	31	电子政务	7-301-15163-1	原忠虎	38.00
19	电子商务原理及应用	7-301-14080-2	孙　睿	36.00	32	商务智能	7-301-19899-5	汪　楠	40.00
20	管理信息系统理论与应用	7-301-15212-6	吴　忠	30.00	33	电子商务与现代企业管理	7-301-19978-7	吴菊华	40.00
21	网络营销实务	7-301-15284-3	李蔚田	42.00	34	电子商务物流管理	7-301-20098-8	王小宁	42.00
22	电子商务实务	7-301-15474-8	仲　岩	28.00	35	管理信息系统实用教程	7-301-20485-6	周贺来	42.00
23	电子商务网站建设	7-301-15480-9	臧良运	32.00	36	电子商务概论	7-301-21044-4	苗　森	28.00
24	网络金融与电子支付	7-301-15694-0	李蔚田	30.00	37	管理信息系统实务教程	7-301-21245-5	魏厚清	34.00
25	网络营销	7-301-22125-9	程　虹	38.00	38	电子商务安全	7-301-22350-5	蔡志文	49.00
26	电子证券与投资分析	7-301-22122-8	张德存	38.00	39	电子商务法	7-301-22121-1	郭　鹏	38.00
27	数字图书馆	7-301-22118-1	奉国和	30.00	40	ERP 沙盘模拟教程	7-301-22393-2	周　菁	26.00

物流类

序号	书　名	书号	编著者	定价	序号	书　名	书号	编著者	定价
1	物流工程	7-301-15045-0	林丽华	30.00	28	物流项目管理	7-301-18801-9	周晓晔	35.00
2	现代物流决策技术	7-301-15868-5	王道平	30.00	29	物流工程与管理	7-301-18960-3	高举红	39.00
3	物流管理信息系统	7-301-16564-5	杜彦华	33.00	30	交通运输工程学	7-301-19405-8	于　英	43.00
4	物流信息管理	7-301-16699-4	王汉新	38.00	31	国际物流管理	7-301-19431-7	柴庆春	40.00
5	现代物流学	7-301-16662-8	吴　健	42.00	32	商品检验与质量认证	7-301-10563-4	陈红丽	32.00
6	物流英语	7-301-16807-3	阚功俭	28.00	33	供应链管理	7-301-19734-9	刘永胜	49.00
7	第三方物流	7-301-16663-5	张旭辉	35.00	34	逆向物流	7-301-19809-4	甘卫华	33.00
8	物流运作管理	7-301-16913-1	董千里	28.00	35	供应链设计理论与方法	7-301-20018-6	王道平	32.00
9	采购管理与库存控制	7-301-16921-6	张　浩	30.00	36	物流管理概论	7-301-20095-7	李传荣	44.00
10	物流管理基础	7-301-16906-3	李蔚田	36.00	37	供应链管理	7-301-20094-0	高举红	38.00
11	供应链管理	7-301-16714-4	曹翠珍	40.00	38	企业物流管理	7-301-20818-2	孔继利	45.00
12	物流技术装备	7-301-16808-0	于　英	38.00	39	物流项目管理	7-301-20851-9	王道平	30.00
13	现代物流信息技术	7-301-16049-7	王道平	30.00	40	供应链管理	7-301-20901-1	王道平	35.00
14	现代物流仿真技术	7-301-17571-2	王道平	34.00	41	现代仓储管理与实务	7-301-21043-7	周兴建	45.00
15	物流信息系统应用实例教程	7-301-17581-1	徐　琪	32.00	42	物流学概论	7-301-21098-7	李　创	44.00
16	物流项目招投标管理	7-301-17615-3	孟祥茹	30.00	43	航空物流管理	7-301-21118-2	刘元洪	32.00
17	物流运筹学实用教程	7-301-17610-8	赵丽君	33.00	44	物流管理实验教程	7-301-21094-9	李晓龙	25.00
18	现代物流基础	7-301-17611-5	王　侃	37.00	45	物流系统仿真案例	7-301-21072-7	赵　宁	25.00
19	现代企业物流管理实用教程	7-301-17612-2	乔志强	40.00	46	物流与供应链金融	7-301-21135-9	李向文	30.00
20	现代物流管理学	7-301-17672-6	丁小龙	42.00	47	物流信息系统	7-301-20989-9	王道平	28.00
21	物流运筹学	7-301-17674-0	郝　海	36.00	48	物料学	7-301-17476-0	肖生苓	44.00
22	供应链库存管理与控制	7-301-17929-1	王道平	28.00	49	智能物流	7-301-22036-8	李蔚田	45.00
23	物流信息系统	7-301-18500-1	修桂华	32.00	50	物流项目管理	7-301-21676-7	张旭辉	38.00
24	城市物流	7-301-18523-0	张　潜	24.00	51	新物流概论	7-301-22114-3	李向文	34.00
25	营销物流管理	7-301-18658-9	李学工	45.00	52	物流决策技术	7-301-21965-2	王道平	38.00
26	物流信息技术概论	7-301-18670-1	张　磊	28.00	53	物流系统优化建模与求解	7-301-22115-0	李向文	32.00
27	物流配送中心运作管理	7-301-18671-8	陈　虎	40.00	54	集装箱运输实务	7-301-16644-4	孙家庆	34.00